



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Ocenění vybraného podniku v odvětví dopravy výnosovými metodami  
Valuation of the Selected Company in the Transport Industry by Yield Methods

Student:

Bc. Žaneta Janktová

Vedoucí diplomové práce:

prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2019

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Žaneta Janktová**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T010 Finance

Téma: Ocenění vybraného podniku v odvětví dopravy výnosovými metodami  
Valuation of the Selected Company in the Transport Industry by Yield  
Methods

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku
  3. Strategická a finanční analýza podniku
  4. Aplikace výnosových metod pro stanovení hodnoty podniku
  5. Zhodnocení výsledků
  6. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. ISBN 978-04-71751-21-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. upr. a rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 23.11.2018

Datum odevzdání: 26.04.2019



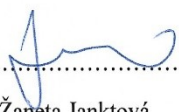
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal  
děkan fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 26.4.2019

  
.....  
Bc. Žaneta Janktová

# Obsah

1 Úvod.....	5
2 Teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku.....	6
2.1 Podnik jako předmět ocenění .....	6
2.2 Důvody pro ocenění podniku .....	7
2.3 Kategorie hodnoty .....	7
2.4 Postup při oceňování podniku .....	9
2.4.1 Sběr dat.....	9
2.4.2 Strategická analýza.....	9
2.4.3 Finanční analýza podniku.....	12
2.4.4 Finanční plán .....	16
2.5 Náklady kapitálu .....	18
2.6 Výnosové metody ocenění .....	20
2.6.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).....	21
2.6.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	24
2.6.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	25
2.7 Majetkové metody.....	26
2.8 Komparativní metody.....	27
2.9 Citlivostní analýza.....	27
3 Strategická a finanční analýza podniku.....	28
3.1 Základní údaje o společnosti .....	28
3.2 Strategická analýza.....	29
3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu .....	30
3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu .....	36
3.3 Finanční analýza podniku.....	40
3.3.1 Vertikální analýza rozvahy a VZZ .....	40

3.3.2 Horizontální analýza rozvahy a VZZ .....	44
3.3.3 Poměrové ukazatele.....	46
3.4 Finanční plán podniku .....	49
3.4.1 Generátory hodnoty .....	49
3.4.2 Sestavení finančního plánu podniku .....	53
3.5 Náklady kapitálu .....	57
3.5.1 Náklady na vlastní kapitál .....	57
3.5.2 Náklady na cizí kapitál .....	58
3.5.3 Náklady celkového kapitálu .....	59
4 Aplikace výnosových metod pro stanovení hodnoty podniku .....	59
4.1 Ocenění metodou DCF entity.....	59
4.1.1 Analýza citlivosti hodnoty stanovené dle DCF entity.....	61
4.2 Ocenění metodou EVA .....	62
4.2.1 Analýza citlivosti hodnoty stanovené dle EVA entity .....	63
5 Zhodnocení výsledků .....	64
6 Závěr.....	66
Seznam použité literatury .....	68
Seznam zkratk .....	70
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	
Přílohy	

# 1 Úvod

Oceňování podniku je nedílnou součástí finančního řízení firem. Znalost hodnoty podniku může hrát důležitou roli při taktickém a strategickém rozhodování ve firmě. Důvodů pro oceňování je však celá řada. Může se jednat o koupi, prodej, fúzi či uvedení podniku na burzu a podobně.

Cílem diplomové práce je odhadnout pomocí vybraných výnosových metod tržní hodnotu společnosti Regiojet a.s. k 1.1.2018. Pro určení hodnoty byly použity dvoufázové výnosové metody *DCF* entity a *EVA* entity.

Celá práce je rozdělena do šesti kapitol, přičemž první a poslední kapitola jsou věnovány úvodu a závěru. Po úvodu následuje teoretická část práce v kapitole druhé, v dalších dvou kapitolách je možné najít aplikační část a v kapitole páté jsou zhodnoceny výsledky.

Druhá kapitola obsahuje teoretické vymezení pojmů z oblasti oceňování a důvody pro ocenění podniku. Dále jsou zde rozepsány jednotlivé fáze a kroky při oceňování podniku. Je zde věnována pozornost především finanční a strategické analýze a sestavení finančního plánu. V této kapitole najdeme také postup pro stanovení nákladů na vlastní, cizí i celkový kapitál. Dále jsou popsány výnosové, majetkové a komparativní metody používané pro ocenění podniku. V závěru metodické části bude zmíněn i princip citlivostní analýzy, která bude také použita v praktické části.

Třetí kapitola je již zaměřena prakticky. Nejprve bude charakterizována společnost Regiojet a.s., následuje strategická analýza, v níž bude vymezen relevantní trh, na kterém oceňovaná společnost působí. Strategická analýza je zde rozdělena na analýzu vnitřního a vnějšího potenciálu. Součástí je také SWOT analýza, tedy prověření silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb. Výsledkem strategické analýzy je plán tržeb společnosti. Je možné zde najít také podrobnou finanční analýzu, která je podkladem pro ocenění podniku. Dále je zde finanční plán společnosti včetně krátké finanční analýzy tohoto plánu. V závěru třetí kapitoly budou naplánovány také náklady kapitálu, které vstupují do výpočtu hodnoty společnosti.

Čtvrtá kapitola již bude věnována samotnému ocenění podniku. Nejprve bude stanovena hodnota pro vlastníky i věřitele dvoufázovou metodou *DCF* entity. Následně také netto hodnota, tedy hodnota vlastního kapitálu. Pro tuto hodnotu bude provedena také citlivostní analýza, která prověří citlivost vypočítané hodnoty firmy na změnu vybraných faktorů vstupujících do výpočtu hodnoty. Druhou metodou je taktéž dvoufázová metoda *EVA* entity.

V kapitole páté budou srovnány výsledky zjištěné dle obou metod. Bude zde pro porovnání také hodnota vlastního kapitálu vykazovaná v účetnictví.



## 2 Teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku

V této kapitole budou vymezeny základní pojmy oceňování včetně důvodů pro oceňování, popis jednotlivých kroků při oceňování podniku a také charakteristika základních metod oceňování podniku.

### 2.1 Podnik jako předmět ocenění

Nejprve je nutné vymezit samostatný pojem podnik. V různých literaturách je možné najít různé definice. Avšak pro oceňovatele mají největší význam definice uváděné v zákoně. Od 1. 1. 2014 začal platit nový občanský zákoník, který původní pojem podnik nahradil novým pojmem obchodní závod definovaným v § 502 takto:

*„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“* (Mařík, 2018)

Jelikož pojem podnik je v ekonomické teorii i praxi již dlouhodobě zaveden a odpovídá také mezinárodní ekonomické i oceňovací terminologii, bude v následujícím textu ponechán a chápeme ho jako synonymum pojmu obchodní závod podle občanského zákoníku.

Podnik oceňujeme jako hospodářský celek, nikoliv jako právní subjekt. Podnik chápeme jako funkční entitu, která do budoucna musí přinášet užitek, tedy musí plnit svůj základní účel – dosahovat zisku. Při oceňování se nesmí zapomínat na to, že podnik netvoří jen majetek, ale také dluhy, jak je uvedeno i v definici občanského zákoníku prostřednictvím pojmu „jmění“.

Pro účely ocenění je třeba rozlišovat pojmy **cena** vs. **hodnota**. Cena je konkrétní peněžní částka, která se vztahuje k určité transakci. Je ovlivněna dalšími faktory jako je nabídka, poptávka, fáze vývoje ekonomiky, psychologické faktory atd. Hodnota je odhad částky, kolem které by se měla cena pohybovat.

Podnik je možné oceňovat na dvou různých hladinách. **Hodnota brutto** je hodnota podniku jako celku (hodnota aktiv). **Hodnota netto** je snižená o závazky, podnik se tedy oceňuje na úrovni vlastního kapitálu.

Pro oceňování podniku v České republice neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl obecně závazný. Zdejší oceňovatelé se opírají především o ekonomickou teorii. Avšak existují některé předpisy, které se uplatňují alespoň částečně. Mezi tyto právní předpisy patří občanský zákoník, zákon o obchodních korporacích, zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky MF ČR, zákon o účetnictví, zákon o cenách, metodický pokyn ZNAL ČNB (dříve Komise pro cenné papíry – KCP), navíc se užívají také mezinárodní a evropské oceňovací standardy.

## 2.2 Důvody pro ocenění podniku

Důvodů pro ocenění podniku existuje hned několik. Jedním z podnětů pro ocenění podniku může být potřeba managementu znát hodnotu podniku, která je pro ně důležitým manažerským nástrojem pro taktické rozhodování, ale i pro tvorbu dlouhodobých strategií. Ocenění je totiž součástí finančního řízení a rozhodování podniku. Bez ocenění se neobejdeme také při změnách vlastnických vztahů, například při koupi nebo prodeji podniku, při vstupu nových vlastníků do společnosti. Dále při fúzích, či naopak rozdělení podniků, rozhodování o sanaci nebo likvidaci společnosti, emise akcií nebo uvádění podniku na burzu.

Všechny výše uvedené důvody jsou závislé na vůli vlastníku. Ocenění však nemusí být závislé na vůli vlastníků, jako například oceňování majetkových účastí společníků v případě soudních sporů, ocenění pro účel zdanění nebo náhrada za vyvlastnění.

## 2.3 Kategorie hodnoty

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu. (Mařík, 2018)

Při oceňování podniku předpokládáme prakticky neomezené trvání (tzv. *going concern princip*). Budoucí příjmy lze však pouze odhadovat, nikoliv „objektivně“ určit. Oceňovatelé se v praxi často setkávají s požadavkem, aby určili „objektivní“ hodnotu. Něco jako objektivní hodnota podniku ale neexistuje.

Rozlišujeme několik základních kategorií hodnoty podniku:

- tržní hodnota,
- spravedlivá hodnota,
- subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota)

- objektivizovaná hodnota
- hodnota dle Kolínské školy.

Definice v této části byly čerpány z Mařík (2018).

**Tržní hodnota** odpovídá na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu. *„Jedná se o odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*

**Spravedlivá hodnota** hledá odpověď na otázku, za jakou hodnotu by bylo spravedlivé, aby byl podnik převeden mezi konkrétní dvojicí subjektů. Dle definice Mezinárodních oceňovacích standardů je spravedlivá hodnota odhadovanou cenou pro převod jmění mezi dvěma konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, a navíc odráží zájmy obou zúčastněných stran.

**Subjektivní (investiční) hodnota** vyjadřuje, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího.

*„Investiční hodnota (Investment value) je hodnota aktiva pro konkrétního stávajícího nebo předpokládaného vlastníka s ohledem na investiční nebo provozní cíle.“*

**Objektivizovaná hodnota** je odpovědí na otázku, jakou hodnotu lze považovat za méně spornou. Definice dle německých oceňovacích standardů je následující:

*„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“*

**Kolínská škola** se pokouší o určité propojení předchozích postupů. Kolínská škola zastává názor, že oceňování nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Mezi tyto funkce patří:

- funkce komunikační,
- funkce daňová,
- funkce rozhodčí,
- funkce argumentační,
- funkce poradenská.

Z pojmenování funkcí je zřejmé, jaký je účel ocenění. Při funkci daňové je cílem poskytnout podklady pro daňové účely. Při funkci komunikační jde o to poskytnout podklad pro komunikaci s investory a bankami. Dle Mařík (2018) je nejdůležitější funkcí poradenská, jejímž smyslem je poskytnout informace maximální a minimální ceně. Ve funkci rozhodčí vystupuje nezávislý oceňovatel jako rozhodčí a měl by odhadnout hraniční hodnoty účastníků a spravedlivou hodnotu. V argumentační funkci hledá oceňovatel argumenty, které mohou pomoci zlepšit pozici dané strany.

## **2.4 Postup při oceňování podniku**

Na úplném začátku je potřeba ujasnit si, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Techniky jsou pak voleny na základě funkcí, které by mělo ocenění splnit.

V následujících podkapitolách najdeme obecný postup pro ocenění podniku.

### **2.4.1 Sběr dat**

Základem pro ocenění podniku jsou vstupní data. Jedná se o základní data o podniku, jako je název, právní forma, IČO, předmět podnikání a podobně. Dále jsou nutná ekonomická data (účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů), informace o relevantním trhu (velikost a vývoj tohoto trhu), konkurenční struktura na tomto trhu, odbyt a marketing (ceny, cenová politika, reklama a výdaje s ní spojené), výroba, dodavatelé a informace o pracovnících, například struktura pracovníků, fluktuace, produktivita práce a tak dále.

### **2.4.2 Strategická analýza**

Jedná se o velmi podstatnou část ocenění podniku. Hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál firmy. Ten je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým firma disponuje. Proto se člení na analýzu vnitřního a vnějšího potenciálu.

## Analýza vnějšího potenciálu

Výchozím krokem této analýzy je vymezení relevantního trhu. Ten by měl být jednoznačně vymezen, a to z hlediska věcného, z hlediska území, zákazníků a konkurentů. Je potřeba volit tento trh tak, aby bylo možné pro něj získat potřebná data. Jedním z údajů o relevantním trhu může být velikost trhu, dále jeho vývoj v čase a případná segmentace trhu.

Pro určení **prognózy vývoje trhu** je nutné sledovat a analyzovat hlavní faktory, které na vývoj trhu působí. Mohou to být makroekonomické veličiny, které jej ovlivňují, případně další specifické faktory typické pro danou skupinu produktů. Neexistují konkrétní postupy, jedná se o tvůrčí činnost. Jak uvádí Mařík (2018), doporučuje se použití minimálně těchto postupů:

- a) Analýza časových řad a jejich extrapolace. Například vyrovnání dosavadního vývoje vhodnou funkcí, využití klouzavých průměrů a dalších statistických nástrojů.
- b) Jednoduchá a vícenásobná regresní analýza, pomocí níž můžeme modelovat vztah vysvětlované a vysvětlujících proměnných.
- c) Odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím. Jedná se o vyspělé zahraniční země, kterým se pravděpodobně budeme v budoucnu přibližovat.

Prognózy nemohou být založeny pouze na intuitivním odhadu, je potřeba je jednoznačně podložit určitou technikou, avšak odhadce by měl zvážit, zda je výsledná prognóza rozumná.

## Analýza vnitřního potenciálu

Cílem této analýzy je odhadnout vývoj tržního podílu oceňované společnosti. Je zaměřena na vnitřní potenciál, proto se bude zabývat především konkurenční silou podniku. Na začátku je potřeba zjistit, jak na tom firma byla doposud, důležité jsou tedy dosavadní tržní podíly společnosti. Z předchozí analýzy vnějšího potenciálu jsou již známy tržby v odvětví a z účetních výkazů společnosti jsou dostupné tržby firmy. Nyní je možné jednoduše dopočítat tržní podíl a dále se zabývat tím, jak se bude vyvíjet do budoucna.

Dalším krokem je identifikace hlavních konkurentů a zkoumání, jak je podnik schopen čelit konkurenci. Neměla by chybět úvaha o tom, v čem odhadce spatřuje silné a slabé stránky podniku, porovnání s konkurencí. Otázkou je také, jak je podnik schopen využít šancí plynoucích z rozvoje trhu a obecně čelit hrozbám. Zkoumání těchto oblastí je souhrnně označeno jako **SWOT analýza**. SWOT je akronym z počátečních písmen anglických názvů jednotlivých faktorů:

- Strengths – silné stránky
- Weaknesses – slabé stránky
- Opportunities – příležitosti
- Threats – hrozby.

Pro odhad vývoje tržního podílu je třeba posoudit perspektivnost podniku. Nejčastěji se odhadce zaměří na tyto oblasti:

- Management a jeho dlouhodobá vize a strategie, styl řízení podniku a také osobní vlastnosti a předpoklady manažerů. Má totiž velký význam pro budoucnost podniku, potažmo pro jeho hodnotu.
- Zaměstnanci podniku a jejich výkonost, kvalifikace a fluktuace. V rámci této analýzy je možné sledovat také například navyšování mezd, které v tomto případě snižuje riziko spojené se zaměstnanci a jejich fluktuací, avšak v rámci finanční analýzy na tento faktor nahlížíme spíše negativně (může zhoršovat finanční ukazatele).
- Inovace, výzkum a vývoj jsou faktory, které v dlouhodobém horizontu podmiňují schopnost podniku přežít.
- Dlouhodobý majetek a investice. Odhadce si může zjistit hodnotu dlouhodobého majetku, jeho technický stav, stáří nebo jak využívá celkových kapacit podniku. Stejně tak je důležitou složkou podnikání investiční politika. Nebude-li podnik dostatečně investovat, povede to k zaostávání za konkurencí, naopak příliš velké investice vedou k příliš vysokým fixním nákladům.
- Konkurence a přímé faktory konkurenční síly, mezi které patří nabídka produktů, ceny, reklama, odbytové cesty. V podstatě se jedná o prvky marketingové mixu (tzv. 4P – *Produkt, Price, Promotion, Placement*).

S výsledky z analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu je možné přistoupit k samotnému odhadu tržeb oceňovaného podniku, tedy k závěrečnému kroku strategické analýzy. Když růst trhu získaný z prognózy trhu vynásobíme růstem tržního podílu z analýzy vnitřního potenciálu, získáme odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku, tj.:

$$\text{tempo růstu tržeb podniku v roce } t = \left( \frac{\text{velikost trhu}_t}{\text{velikost trhu}_{t-1}} \cdot \frac{\text{tržní podíl}_t}{\text{tržní podíl}_{t-1}} \right) - 1.$$

Samozřejmě je nutné se zaměřit na reálnost tohoto výpočtu. Pokud nám například z analýzy vyjde výrazně jiné tempo, než by vyplývalo z vývoje tržeb doposud, je nutné tuto změnu buď dostatečně vysvětlit, nebo udělat korekci původního výpočtu.

Uvedený způsob je jen jednou z možností, jak určit tržby. Opět je třeba zdůraznit, že oceňování je tvůrčí postup a každý podnik je specifický a je nutné k ocenění přistupovat různě.

### **2.4.3 Finanční analýza podniku**

V rámci finanční analýzy, pojaté z pohledu oceňování podniku, je třeba prověřit finanční zdraví společnosti a vytvořit základ pro finanční plán a současně tedy pro ocenění podniku. Na finanční analýzu lze nahlížet z užšího a širšího pojetí. V užším pojetí je pomocí finanční analýzy hodnocen současný a minulý finanční stav podnik. Naproti tomu v širším pojetí je predikován budoucí finanční vývoj firmy a jsou navržena možná opatření ke zlepšení budoucí situace společnosti. (Grünwald, 2000)

Základem analýzy jsou základní finanční výkazy, jako je rozvaha, výkaz zisků a ztrát, výkaz cashflow, případně další výkazy s finančními informacemi. Sestaví se analýza těchto výkazů a poté se počítají a vyhodnocují poměrové ukazatele.

Závěrem finanční analýzy by měl být především výrok o perspektivnosti podniku, kterým již částečně vyplynul ze strategické analýzy. Zároveň v případě nálezu výrazných nedostatků, nebo naopak předností, by měly být zahrnuty do podkladů pro stanovení rizika společnosti.

### **Horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisků a ztrát**

Horizontální a vertikální analýza jsou základní deterministické metody. Obecně metody finanční analýzy totiž lze rozdělit na deterministické a matematicko-statistické. Mezi deterministické patří právě horizontální a vertikální, případně horizontálně-vertikální, poměrová analýza, analýza citlivosti a analýza soustav ukazatelů. Do druhé skupiny lze zařadit regresní či diskriminační analýzu, analýzu rozptylu a testování statistických hypotéz. (Dluhošová, 2010)

Vertikální analýza rozvahy či výkazu zisku a ztrát spočívá v tom, že odhadce posuzuje podíl jednotlivých složek na určitém celku. Tedy v případě rozvahy a vertikální analýzy aktiv budeme sledovat podíl jednotlivých složek na straně aktiv k celkové sumě aktiv. Matematicky lze tento vztah vyjádřit následovně:

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.1)$$

kde  $U_i$  je  $i$ -tá dílčí položka,  $\sum U_i$  je suma všech položek (například celková aktiva).

Při horizontální analýze sledujeme meziroční změny v jednotlivých položkách. Vyjádřeny mohou být absolutně, nejčastěji ale relativně jako roční tempa růstu. Matematicky vypočteme dle vzorců:

$$\text{absolutní změna} = \Delta U_t = U_t - U_{t-1}, \quad (2.2)$$

$$\text{relativní změna} = \% \Delta U_t = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.3)$$

kde  $U_t$  je sledovaná položka v čase  $t$ .

## Poměrové ukazatele

Jak tvrdí Dluhošová (2010), za dlouhou dobu používání poměrových ukazatelů jako metodického nástroje analýzy finančního stavu podniku bylo navrženo velké množství, řádově desítky ukazatelů, z nichž některé se navzájem liší pouze drobnými modifikacemi. Vzhledem k časové nenáročnosti a možnosti relativně snadno zjistit základní finanční informace, se jedná o nejčastěji používanou metodu pro hodnocení výkonosti a finanční stability podniku. Je užitečné pro lepší orientaci systém poměrových ukazatelů dekomponovat do několika základních oblastí. Základními oblastmi jsou ukazatele likvidity, ukazatele rentability, ukazatele aktivity a ukazatele finanční stability a zadluženosti.

Základním požadavkem kladeným na vedení podniku je „udržet podnik při životě“. S tím souvisí zkoumání krátkodobé likvidity, tj. schopnost podniku hradit své závazky v perspektivě jednoho roku. Dále je třeba se zajímat o to, jak bude podnik schopen hradit i dlouhodobé závazky. Zde poslouží ukazatele, které vypovídají o dlouhodobé finanční rovnováze.

Pomocí ukazatelů rentability pak můžeme analyzovat výnosnost.

### • Ukazatele likvidity

Likvidita neboli schopnost podniku hradit své závazky včas a v plné výši, je jedním ze sledovaných ukazatelů. Likvidita tedy závisí na tom, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky, nebo zda je schopen v případě nutnosti prodat své zásoby apod. Rozlišujeme čtyři základní typy – běžná likvidita, pohotová likvidita, okamžitá likvidita.



$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \quad (2.4)$$

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \quad (2.5)$$

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \quad (2.6)$$

Dalším užitečným nástrojem pro posouzení likvidity je čistý pracovní kapitál (ČPK). Má totiž bezprostřední vliv na likviditu podniku. Charakterizuje přebytek oběžných aktiv (OA) nad krátkodobými pasivy (KCZ), a tedy platební schopnost podniku. Dle Mařík (2018) je možné pro výpočet použít vzorec:

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{KCZ} + \text{časové rozlišení aktiv} - \text{časové rozlišení pasiv}. \quad (2.7)$$

- **Ukazatele rentability**

Nyní bude zaměřena pozornost na výnosnost podniku. Ukazatel rentabilita aktiv (ROA) dává do poměru zisk před zdaněním a odečtením úroků (EBIT) a celková aktiva (A). Je považován za klíčové měřítko rentability.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{A} \quad (2.8)$$

Dalšími možnými ukazateli jsou rentabilita vlastního kapitálu (ROE), která poměruje výsledek hospodaření po zdanění (EAT) a vlastní kapitál (VK).

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{VK}} \quad (2.9)$$

Vyjadřuje celkovou výnosnost vlastního kapitálu, a tedy i jejich zhodnocení v zisku. Vývoj tohoto ukazatele může ovlivňovat více faktorů. Zvětší-li se například zisk společnosti, či poklesne úroková míra cizího kapitálu, nebo dojde ke snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém, způsobí tyto změny nárůst ukazatele ROE.

Rentabilita tržeb (*ROS*) dává do poměru opět zisk po zdanění a tržby, dalším ukazatelem je rentabilita dlouhodobého kapitálu (*ROCE*), který je často vhodný pro mezipodnikové srovnání. A posledním ukazatelem je rentabilita investic (*ROI*).

$$ROS = \frac{EAT}{tržby} \quad (2.10)$$

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + dlouhodobé závazky} \quad (2.11)$$

$$ROI = \frac{EBIT}{A - krátkodobé závazky} \quad (2.12)$$

- **Ukazatele aktivity**

Rozbor těchto ukazatelů pomáhá zjistit, jak podnik hospodaří s aktivy. Existuje několik dílčích ukazatelů. Doba obratu aktiv udává průměrný počet dnů, po které jsou celková aktiva (*A*) vázána v podnikání do doby jejich spotřeby.

$$doba\ obratu\ aktiv = \frac{A \cdot 360}{tržby} \quad (2.13)$$

Doba obratu zásob vyjadřuje průměrný počet dnů, po které jsou zásoby v podniku do doby jejich spotřeby nebo do doby jejich prodeje.

$$doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby} \quad (2.14)$$

Doba obratu pohledávek je pojem, který označuje kolik dní trvá, než jsou pohledávky inkasovány.

$$doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby} \quad (2.15)$$

Doba obratu závazků vyjadřuje dobu, po kterou zůstávají krátkodobé závazky z obchodního styku neuhrazeny. Tedy počet dnů mezi vystavením faktury a jejím proplacením.

$$\text{doba obratu krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.16)$$

- **Ukazatele zadlužení**

Tyto ukazatele bývají označovány také jako ukazatele dlouhodobé finanční stability. Souvisí a analýzou vztahů podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí. Důležité je, aby podnik našel optimální poměr mezi financováním vlastním a cizím kapitálem. Jedním z nejdůležitějších ukazatelů zadluženosti je podíl vlastního kapitálu na aktivech. Vyjadřuje, do jaké míry je podnik schopen krýt svá aktiva vlastními zdroji a jeho výpočet je následující:

$$\text{podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio)} = \frac{VK}{A}. \quad (2.17)$$

Dalším ukazatelem je ukazatel celkové zadluženosti, který bývá označován také jako ukazatel věřitelského rizika. Obecně platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je zadluženost celkového majetku firmy a tím vyšší riziko podstupují věřitelé.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{A} \quad (2.18)$$

Posledním ukazatelem je míra zadluženosti, která je vyjádřena jako poměr cizího a vlastního kapitálu. Akceptovaná zadluženost vlastního kapitálu závisí na fázi vývoje firmy a postoji vlastníků k riziku. U stabilních společností by se měla pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %.

$$\text{míra zadluženosti} = \frac{\text{cizí zdroje}}{VK} \quad (2.19)$$

#### 2.4.4 Finanční plán

Při oceňování výnosovými metodami by měl být pro oceňovaný podnik sestaven kompletní finanční plán. Tedy plán rozvahy, výsledovky a výkazu peněžních toků.

## Generátory hodnoty

Stěžejní pro sestavení finančního plánu je analýza a prognóza generátorů hodnoty. Pod pojmem generátory hodnoty rozumíme prognózy následujících ukazatelů:

- tržby z prodeje hlavních produktů podniku, které jsou známy již ze strategické analýzy,
- zisková marže a z ní zjištěný korigovaný provozní výsledek hospodaření,
- zásoby, pohledávky a závazky (čistý pracovní kapitál),
- investice do dlouhodobého majetku.

Jak je výše zmíněno, prognóza tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. **Provozní zisková marže** je vyjádřena jako poměr provozního výsledku hospodaření před odečtením daní a odpisů (*EBITDA*), a tržeb:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{EBITDA}{Tržby}. \quad (2.20)$$

Dále je nutné naplánovat **čistý pracovní kapitál (ČPK)**, který je oproti běžnému tvaru ukazatele pracovního kapitálu lehce modifikován. První změnou je, že se neodečítá od oběžných aktiv celkový cizí kapitál, ale pouze neúročený cizí kapitál. A za druhé, všechny veličiny jsou započítávány jen v rozsahu provozně nutném. Peněžní prostředky kalkulujeme tedy pouze ve výši, která je nutná pro hladký chod podniku (tak, aby byly splněny ukazatele likvidity), stejně tak zásoby, pohledávky pouze vy výši, jakou vyžaduje základní činnosti podniku. Nejprve je nutné předpovědět jednotlivé položky (zásoby, pohledávky atd.) a následně určit prognózu ČPK. Na základě analýzy dob obratu odhadneme doby obratu zásob, pohledávek a neúročeného cizího kapitálu, a to například pomocí váženého průměru minulých hodnot. Dopočítáme položky za použití vzorce

$$\text{Položka} = \text{doba obratu} \cdot \frac{\text{tržby}}{360}. \quad (2.21)$$

Poslední prognózovanou hodnotou jsou **investice do dlouhodobého majetku**. Opět se jedná o dlouhodobý majetek pouze provozně nutný. Předpovědět investice je zřejmě nejtěžší částí analýzy generátorů hodnoty. Důvodem je především to, že se nevyvíjí plynule a je tedy obtížnější použít extrapolaci. Investiční činnost je stále více nezbytná pro přežití podniku v konkurenčním světě. Nejreálnější je vycházet z konkrétních investičních a podnikových plánů, avšak to je způsob použitelný pouze v případě předpovědi pro nejbližší léta. Pokud měly

investice v minulosti do značné míry průběžný charakter, lze z nich určit tzv. koeficient náročnosti tržeb na investice, který dává do poměru investice do provozně nutného dlouhodobého majetku s tržbami. Predikce tržeb je již známa, je tak možné odhadnout potřebné budoucí investice. Další způsob predikování budoucích investic je založen na odpisech. Vychází se zde z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů budou u většiny podniků sotva stačit k dlouhodobému přežití či dokonce růstu.

## Sestavení finančního plánu

Generátory hodnot jsou položky tvořící kostru finančního plánu. Finančním plánem se rozumí plán rozvahy, výkazu zisku a ztrát a případně i výkazu o peněžních tocích (cashflow). Mimo generátory hodnoty je potřeba doplnit **plán financování**, což znamená zjistit předpokládané splátky úvěrů, nové úvěry, případně navýšení vlastního kapitálu. Dále je nutné analyzovat méně významné položky, které sice nemají podstatný vliv na ocenění, avšak vyskytují se pravidelně, jako například některé výnosové a nákladové položky, pohledávky atd. Důležité je také zaměřit pozornost na položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, například prodej nepotřebného majetku a s tím související zisky z prodeje, nebo investice do cenných papírů. Měly by být zahrnuty také předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům, aby peněžní prostředky v rozvaze neúměrně nenarůstaly.

Ostatní položky bývají plánovány například v určitém poměru k tržbám, často v poměru vycházejícího z minulých let.

Jednotlivé výkazy je nutné plánovat tak, aby byly zachovány vztahy, které musí platit. Je potřeba chápat finanční plán jako jeden celek a mít vždy na zřeteli jeho vzájemné vazby a provázanost.

## 2.5 Náklady kapitálu

Náklady na kapitál představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Pro výsledné ocenění společnosti je tento ukazatel nezbytný. Například u výnosové metody diskontovaných peněžních toků se jako diskontní míra užívá průměrných vážených nákladů kapitálu, zkratka **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = \frac{R_D(1-d) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.22)$$

kde  $D$  je cizí úročený kapitál,  $E$  je vlastní kapitál,  $R_D$ , resp.  $R_E$  představuje náklady na cizí, resp. vlastní kapitál,  $d$  je sazba daně z příjmů.

### Náklady na vlastní kapitál ( $R_E$ )

Obecně platí, že náklady na vlastní kapitál jsou pro podnik vyšší než náklady na cizí kapitál. Existuje pro to dvojí vysvětlení. Především riziko vlastníka je větší než riziko věřitele. Věřitel má zaručený pravidelný výnos bez ohledu na ziskovost dlužníka a tyto prostředky vkládá na určitou dobu, po které se mu zpět vrátí. Riziko vlastníka je však větší, protože jeho výnos není dopředu jistý a závisí na hospodaření podniku a jeho výsledcích. Za druhé, nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady a snižují tak zisk jako základ pro výpočet daně z příjmů. Tento efekt se nazývá daňový štít. (Dluhošová, 2010)

Mezi základní metody pro odhad  $R_E$  patří model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), dále se používá arbitrážní model oceňování (APM), dividendový růstový model či stavebnicové modely. V praktické části této práce byl využíván model CAPM, proto zde bude popsán právě tento.

**Model CAPM** představuje tržní přístup k stanovení nákladů vlastního kapitálu. Jedná se o rovnovážný model, přičemž rovnováha je dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Předpokládá lineární vztah mezi výnosem a systematickým rizikem. Tento lineární vztah udává přímka SML (*Security Market Line*), konkrétně se jedná o beta verzi SML a její předpis je následující:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.23)$$

kde  $E(R_E)$  značí očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  bezrizikovou sazbu,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a  $[E(R_M) - R_F]$  vyjadřuje prémii za systematické tržní riziko.

Co se týká bezrizikové sazby  $R_F$ , obecně lze říci, že zcela bezriziková aktiva neexistují. Pro výpočet bezrizikové sazby je tedy použito aktivum s co nejnižším rizikem, často se tedy jako bezriziková sazba uvažuje výnos do splatnosti státních dluhopisů se zbývajícím splatností deset let (v USA i jinde se odborníci přiklání k době i dvacet či třicet let do doby splatnosti).

Koeficient  $\beta_E$  je ovlivněn zadlužeností firmy a měl by se tedy ještě upravit dle zadlužení konkrétního podniku. Výpočet beta zadlužené firmy za použití beta nezadlužené firmy je následující:

$$\beta_L = \beta_U \left( 1 + \frac{D}{E} \cdot (1 - d) \right), \quad (2.24)$$

kde  $\beta_L$  (*Leveraged*) je koeficient beta zadlužené společnosti,  $\beta_U$  (*Unleveraged*) je pro společnost s nulovým zadlužením,  $D$  a  $E$  značí cizí a vlastní kapitál,  $d$  je daňová sazba. Hodnoty  $\beta_U$  pro různé obory a sektory, a taktéž hodnoty rizikové premie je možné získat z online databáze známého profesora A. Damodarana.

### Náklady na cizí kapitál ( $R_D$ )

Náklady cizího kapitálu je možné vyjádřit jako úroky nebo kuponové platby, které musí společnost platit věřitelům. Má-li podnik různou strukturu úvěrů, je možné náklady na cizí kapitál určit jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, které platí společnost z těchto forem kapitálu. Tento postup však není možné aplikovat, pokud nemáme přístup k interním podnikovým informacím. V takovém případě je možné počítat jako poměr nákladových úroků a cizích zdrojů.

## 2.6 Výnosové metody ocenění

První skupinou metod pro ocenění podniku jsou výnosové metody. Cílem práce je ocenění podniku výnosovými metodami, proto právě tato podkapitola bude poněkud obsáhlejší než zbylé dvě, které budou popsány stručněji.

Výnosové metody jsou založeny na předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, respektive hodnota podniku je určena očekávanými výnosy. Existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů (tj. upravených zisků)
- metoda přidané hodnoty (EVA)
- kombinované metody (kombinují výnosové a majetkové ocenění).

### 2.6.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Tato metoda se může vyskytovat ve více podobách, rozlišují se tři základní techniky výpočtu výnosové hodnoty metodou DCF:

- DCF entity, kde entity značí podnik jako celek,
- DCF equity, kde equity=vlastní kapitál,
- DCF APV, kde APV je anglická zkratka pro upravenou současnou hodnotu,
- DDM (*Dividend Discount Model*), dividendový diskontní model.

#### DCF entity

Nejrozšířenější a nejpoužívanější metodou je **DCF entity**, pomocí které je oceňován celkový kapitál podniku (vlastní i cizí). Vychází z volných peněžních toků, které jsou k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Výpočet těchto peněžních toků je následující:

$$FCFF = EBIT(1 - t) + ODP - \Delta\check{C}PK - INV, \quad (2.25)$$

kde *FCFF* (*Free Cash Flow to the Firm*) jsou volné peněžní toky do firmy, *EBIT* je zisk před zdaněním a úroky, *t* daňová sazba, *ODP* jsou odpisy,  $\Delta\check{C}PK$  je změna čistého pracovního kapitálu a *INV* jsou investice. Obecně volnými peněžními toky (*FCF*) rozumíme „množství peněz, které je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj.“ Konkrétní variantou *FCF* pro metodu DCF entity je právě *FCFF*.

Jelikož se většinou nepředpokládají konstantní finanční toky, využívají se fázové metody, kdy se finanční toky rozdělí do několika období. V praxi je obvyklá **dvoufázová metoda**. Vychází se tedy z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě období. Pro první fázi je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze je pak období od konce první fáze do nekonečna. Tato hodnota druhé fáze se obvykle označuje jako pokračující hodnota (*PH*). Výpočet spočívá v určení hodnoty pro první fázi (*V1*), určení hodnoty pro druhou fázi (*V2*) a následně výpočet celkové hodnoty firmy (*V*) sečtením hodnot obou fází.

Výpočet zmíněných hodnot provedeme dle následujících vzorců:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+R_1)^t}, \quad (2.26)$$

kde  $FCFF_t$  jsou celkové volné peněžní toky v roce *t* a  $R_1$  jsou náklady kapitálu pro první fázi.



Hodnota druhé fáze je dána jako

$$V_2 = \frac{PH}{(1+R_1)^T}, \quad (2.27)$$

kde  $T$  značí délku první fáze v letech,  $PH$  je pokračující hodnota a vypočte se dle vzorce

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.28)$$

kde  $FCFF_{T+1}$  jsou celkové volné peněžní toky pro první rok druhé fáze. Vypočítají se jako  $FCFF_T \cdot (1 + g)$ . Dále  $R_2$  jsou náklady kapitálu pro druhou fázi a  $g$  je tempo růstu určené na základě strategické analýzy. Jedná se o tzv. Gordonův vzorec, který je běžně používán pro oceňování akcií na základě dividend, avšak při aplikaci na peněžní toky získáme právě pokračující hodnotu ( $PH$ ). Klíčovou otázkou zůstává, jak odhadnout tempo růstu  $g$ . Dle Mařík (2018) je postup obvyklý v naší praxi následující:

Hodnota  $g$  se bude odvíjet od tempa růstu hrubého domácího produktu, který je cca 6 %. Na základě této informace se pak odhadce rozhoduje a tempo růstu  $g$  by se pohybovalo v rozmezí 3–6 %.

Pro připomenutí, jako náklad kapitálu  $R$  se používá průměrný vážený náklad kapitálu  $WACC$  (vzorec (2.22)).

Brutto hodnota podniku dle dvoufázové metody se pak vypočte jako součet hodnot první a druhé fáze:

$$V = V_1 + V_2. \quad (2.29)$$

Dosadíme-li do vzorce (2.29) předpis pro hodnotu první a druhé fáze, lze zapsat výslednou hodnotu brutto jako

$$V = \sum_{t=1}^T FCFF_t (1 + R_1)^{-t} + \frac{FCFF_{T+1}}{R_2 - g} (1 + R_1)^{-T} \quad (2.30)$$

Po odečtení úročeného cizího kapitálu k datu ocenění získáme netto hodnotu, tedy provozní hodnotu vlastního kapitálu oceňované společnosti. V případě, že došlo k rozdělení provozních a neprovozních aktiv před oceněním, nyní je chvíle, kdy můžeme zpět přičíst provozně nepotřebná aktiva a získáme tak výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku.

## DCF equity

Při použití této metody oceňujeme pouze vlastní kapitál (Equity). Vychází se tedy z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Tudíž se namísto *FCFF* diskontují peněžní toky pro vlastníky-*FCFE* (*Free Cash Flow to Equity*). Diskontní míra je zde dána odhadem nákladů na vlastní kapitál ( $R_E$ ) při konkrétní úrovni zadlužení. Výpočet *FCFE* je následující:

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta\check{CPK} - INV + S, \quad (2.31)$$

kde  $S$  značí rozdíl čerpání úvěrů v daném roce  $S^C$  a splátek úvěrů v daném roce  $S^S$ ,  $S = S^C + S^S$ .

Celková hodnota netto je dána vzorcem

$$V = \sum_{t=1}^T FCFE_t (1 + R_{E_1})^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{R_{E_2} - g} (1 + R_{E_2})^{-T}. \quad (2.32)$$

Výsledkem metody DCF equity je hodnota pro vlastníky, tedy hodnota vlastního kapitálu.

## DCF APV

Tato metoda je v praxi méně obvyklá, a to jak nejen u nás, ale i v zahraničí. Zkratka APV je z anglického *Adjusted Present Value*, tedy upravená současná hodnota. Výpočet probíhá ve dvou krocích. Nejprve je zjištěna hodnota podniku jako celku, ale tentokrát jako součet dvou položek-hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhém kroku odečteme cizí kapitál a výsledkem je netto hodnota (equity).

## DDM – Dividendový diskontní model

Dividendový diskontní model, někdy také označovaný jako Gordonův růstový model, se používá u podniků, které stabilně vyplácejí dividendy. Z toho je zřejmé, že je nutné, aby podnik dosahoval zisku. Hodnota společnosti se vypočítá tak, že peněžní toky (v tomto případě dividendy) se diskontují nákladem vlastního kapitálu.

## 2.6.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda byla vyvinuta a je rozšířená především v německy mluvících zemích. Jedná se o metodu „netto“ (equity), neboli výsledná hodnota je hodnotou pro vlastníky. Vlastní postup je obdobný jako u ostatních výnosových metod. Nejprve analyzujeme a upravíme minulé výsledky podniku, dále prognózujeme budoucí čisté výnosy, stanovíme kalkulovanou úrokovou míru, a nakonec propočítáme výnosovou hodnotu. Propočet je možný dvěma metodami, a to analytickou a paušální.

**Analytická metoda** je postup, kdy je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Máme-li k dispozici tyto upravené budoucí čisté výnosy a předpokládáme trvalou existenci podniku, pak je možné netto hodnotu určit dvoufázovou metodou, pro kterou platí následující vzorec:

$$V_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{V}_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{V}}{i_k - g} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T}, \quad (2.33)$$

kde  $\check{V}_t$  představuje odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok  $t$  prognózy,  $T$  je délka období,  $T\check{V}$  trvalá velikost odnímatelného  $\check{V}$  ve druhé fázi,  $i_k$  je kalkulovaná úroková míra a  $g$  dlouhodobé očekávané tempo růstu.

**Paušální metodou** oceňujeme v případě, že předpokládáme že podnik bude v budoucnu dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti. Postup je podobný jako u analytické metody. Nejprve analyzujeme a upravíme minulé  $VH$ , dále vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení, a to následovně:

$$\text{trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^n q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^n q_t}, \quad (2.34)$$

kde  $q_t$  jsou váhy určující význam čistého výnosu za minulý rok pro odhad budoucího,  $n$  je počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Následně se zpracuje výhled do budoucna a posoudí se, zda bude podnik trvale schopen dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos jako v minulém období. Poté určíme kalkulovanou úrokovou míru, s tím že u paušální metody je nutné ji očistit o inflaci. Metoda totiž počítá se stálými cenami, zatímco například výnosnosti státních dluhopisů, se kterými se počítá kalkulovaná úroková míra, jsou běžně uváděny v nominální výši, tj. včetně inflace.

Nyní přichází na řadu výpočet výnosové hodnoty podniku, a to dle vzorce

$$V = \frac{TČV}{i_k}, \quad (2.35)$$

kde  $TČV$  je trvale odnímatelný čistý výnos,  $i_k$  je kalkulovaná úroková míra.

### 2.6.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Výnosová metoda EVA (*economic value added*) je stále více používanou metodou, především v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Ekonomická přidaná hodnota je zároveň nástrojem finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Jedná se v podstatě o ukazatel výnosnosti, který ale překonává nedostatky běžných ukazatelů výnosnosti, které byly definovány v kapitole finanční analýzy. Tato metoda spočívá v tom, že měří **ekonomický zisk**. Ten společnost vykazuje tehdy, jsou-li uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu.

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti snížený o náklady kapitálu.

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t, \quad (2.36)$$

kde  $NOPAT$  je čistý provozní zisk po zdanění,  $NOA$  (*net operating assets* – čistá operační aktiva) značí tedy kapitál vázaný v aktivech, která jsou provozně nutná,  $WACC$  představuje průměrné vážené náklady kapitálu,  $t$  je index času.

Uvažujeme-li EVA jako ukazatel finanční analýzy, pak je jeho interpretace jednoduchá. Pokud je  $EVA > 0$ , pak podnik tvoří hodnotu pro vlastníky. Žádoucí je tedy EVA kladná nebo alespoň rovna nule.

Při ocenění pomocí EVA je možné počítat varianty EVA entity, equity a APV, stejně jako u metody DCF. Zde bude popsána ta nejužívanější, a to je dvoufázová metoda EVA entity. Netto hodnota podniku se vypočítá dle vzorce

$$V_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.37)$$

kde  $EVA_t$  vypočítáme dle (2.33),  $NOA_0$  jsou čistá operační aktiva k datu ocenění,  $D_0$  je hodnota úročených dluhů k datu ocenění,  $A_0$  představují ostatní (neoperační) aktiva k datu ocenění.

## 2.7 Majetkové metody

Druhou skupinou metod použitelných pro ocenění podniku jsou majetkové metody. Jsou založené na analýze majetku, který vede ke zjištění majetkové podstaty podniku (ta je často označována jako substanční hodnota). Základem je individuální ocenění jednotlivých položek majetku, od kterých je poté odečtena suma individuálně oceněných závazků. Výsledná hodnota majetkového ocenění je dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění. (Mařík, 2018)

Volba metod pro ocenění majetku je závislá na tom, zda předpokládáme další pokračování podniku. Pokud ano, tedy je zde předpoklad tzv. going concern princip, volí se oceňování na principu cen znovupořízení. Nepředpokládáme-li dlouhodobější existenci, pak zjišťujeme tzv. likvidační hodnotu.

**Likvidační hodnota** se určuje v případě, že má být majetek nějakým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Likvidační hodnotou se oceňují také podniky ztrátové, podniky s omezenou životností (zde se často kombinuje s výnosovým oceněním), dále pro odhad dolní hranice ocenění podniku, v případě rozhodování mezi likvidací a sanací, a může sloužit také jako měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku. Pro investory to může být zajímavá informace, především když je likvidační hodnota vysoká, pak je investovaný kapitál zatížen poměrně malým rizikem.

Pokud předpokládáme pokračování podniku, můžeme zvolit například **účetní přístup** k ocenění. Oceňuje se na bázi historických cen, zajímá nás tedy za kolik byl majetek skutečně pořízen. Tato metoda by měla být pouze doplňková a sloužit jako orientační informace pro oceňovatele, jelikož se jedná o nepřesnou metodu odchylojící se od ekonomické reality.

Dalším způsobem je zjištění **substanční hodnoty**. V tomto případě hledáme odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku.

Existuje také přístup, kdy se oceňuje každá majetková položka jejími tržními hodnotami, a označuje se **majetkové ocenění na principu tržních hodnot**. Tento způsob je vhodný u holdingových společností a investičních společností, v podstatě u podniků, jejichž hlavní činnosti nespočívá ve výrobě, obchodu či poskytování služeb, ale v držbě aktiv.

## 2.8 Komparativní metody

V rámci této skupiny metod rozlišujeme dvě základní situace, a to přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnání.

První varianta se vztahuje pouze na akciové společnosti, jejíž akcie jsou běžně obchodovány na burze. Pro společnosti, které nemají běžně obchodovatelné akcie, případně nejsou akciové, využijeme metody tržního porovnání.

První metodou tržního porovnání je **metoda srovnatelných podniků**. Jak název napovídá, jedná se o metodu, kdy srovnáváme podnik s podniky, které jsou již k datu ocenění oceněny. Nejprve je nutné podrobně analyzovat oceňovaný podnik, tj. provést strategickou a finanční analýzu. Je to důležité proto, abychom věděli, jakými znaky se má vyznačovat srovnatelný podnik. Hledaný srovnatelný podnik by měl být s oceňovaným podnikem srovnatelné z hlediska výnosnosti, rizika a budoucího růstu. V praxi je málo pravděpodobné, že oceňovatel najde dle těchto kritérií srovnatelný podnik, proto se přistupuje tyto tři charakteristiky nahrazují často řadou dílčích hledisek (odvětví a obor podnikání, vyráběné produkty, velikost, právní forma atd.).

## 2.9 Citlivostní analýza

Na závěr ocenění je vhodné provést citlivostní analýzu. Zkoumá se, jak vybrané vstupní parametry, resp. jejich změna, ovlivňuje (mění) hodnotu firmy. Může se jednat o hodnoty firmy stanovenou různými metodami, avšak v závislosti na použité metodě volíme parametry pro citlivostní analýzu.

Celkovou hodnotu podniku lze vyjádřit jako funkci dílčích faktorů, které na ni působí:

$$U = f(F_1, F_2, F_3, \dots, F_n).$$

Změna hodnoty firmy vlivem změny nějakého faktoru je dána následujícím vzorcem:

$$\Delta V_{\alpha}^{faktor} = \Delta V_{1+\alpha}^{faktor} - V, \quad (2.38)$$

kde  $\Delta V_{\alpha}^{faktor}$  je absolutní přírůstek hodnoty podniku vlivem změny jednoho faktoru za neměnných podmínek a  $\Delta V_{1+\alpha}^{faktor}$  označuje novou hodnotu podniku při změně daného faktoru.

### 3 Strategická a finanční analýza podniku

Nyní přecházíme k praktické části. V této kapitole jsou uvedena vstupní data, základní údaje o společnosti Regiojet, a.s., dále strategická a finanční analýzu. Kapitola obsahuje také propočet generátorů hodnoty, které jsou základem pro finanční plán. Ten najdeme také v této části. Na konci této kapitoly budou stanoveny náklady kapitálu.

#### 3.1 Základní údaje o společnosti

Česká společnost Regiojet vznikla v roce 2009 jako dceřiná společnost Student Agency. Jediným akcionářem je právě Student Agency vlastněná Radimem Jančurou.

Vlaky Regiojet zajišťují pravidelnou železniční dopravu na trasách v České republice a na Slovensku. Cestujícím nabízí nadstandardní pohodlí, proklientský servis a jízdenky za výhodné ceny. Samozřejmostí na palubě žlutých vlaků je připojení k Wi-Fi a k zábavnímu portálu, kde jsou k dispozici filmy, seriály nebo hudba.

Poprvé vlaky Regiojet vyjely 24. dubna 2010, kdy proběhly propagační jízdy za symbolické ceny jízdného. Provoz první linky pravidelné osobní dopravy byl spuštěn v září 2011 na trase Praha – Ostrava – Žilina – Košice. Od konce roku 2015 je možné Regiojet spatřit také na trase Praha – Olomouc – Přerov – Staré Město u Uherského Hradiště, kde navazuje autobusové spojení až do Zlína či Otrokovic. Regiojet plánuje vstup na další trasy a je připravený přihlásit se také do tendrů na provozování vnitrostátních linek ve veřejném zájmu (tj. státem dotované linky).

Níže jsou přehledně uvedeny základní informace o oceňovaném podniku.

*Obrázek 3.1.1. – logo společnosti*



*Zdroj: [www.regiojet.cz](http://www.regiojet.cz)*

<b>Obchodní firma:</b>	Regiojet, a.s.
<b>Datum zápisu do OR:</b>	20. března 2009
<b>Sídlo:</b>	Brno, náměstí Svobody 86/17, PSČ 60200
<b>Identifikační číslo:</b>	28333187
<b>Právní forma:</b>	Akciová společnost

<b>Předmět podnikání:</b>	-výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona -hostinská činnost -prodej kvasného lihu, konzumního lihu a lihovin
<b>Předmět činnosti:</b>	-provozování dráhy a drážní dopravy -pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor
<b>Předseda představenstva:</b>	Radim Jančura
<b>Člen představenstva:</b>	Jiří Schmidt
<b>Jediný akcionář:</b>	STUDENT AGENCY k.s., IČ: 253 17 075
<b>Akcie:</b>	9 376 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 20 000, – Kč 2 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 7 000, – Kč
<b>Základní kapitál:</b>	187 534 000, – Kč
<b>Počet zaměstnanců:</b>	496 (2017)

Všechny tyto informace jsou dostupné na stránkách Ministerstva spravedlnosti, kde je možné hledat ve Veřejném rejstříku a Sbírce listin. Jsou zde volně ke stažení také výkazy společnosti, které jsou umístěny v Příloze 1 a 2 této práce. Najdeme zde rozvahu a výkaz zisků a ztrát. Výkazy o peněžních tocích společnost zveřejnila pouze ve dvou výročních zprávách, proto zde nebudou uvedeny.

### 3.2 Strategická analýza

Jak již zaznělo teoretické části, strategická analýza je nedílnou součástí každého ocenění. Bude provedena nejdříve analýza vnějšího potenciálu a následně analýza vnitřního potenciálu. Zaměříme se na minulý vývoj trhu, potenciál trhu do budoucna, konkurenční pozici oceňované společnosti na trhu atd. Cílem strategické analýzy je určit výnosový potenciál firmy, tedy odhadnout budoucí tržby. Proto na konci této kapitoly najdeme také odhad budoucích tržeb společnosti Regiojet, který je nezbytnou součástí podkladů pro ocenění podniku.



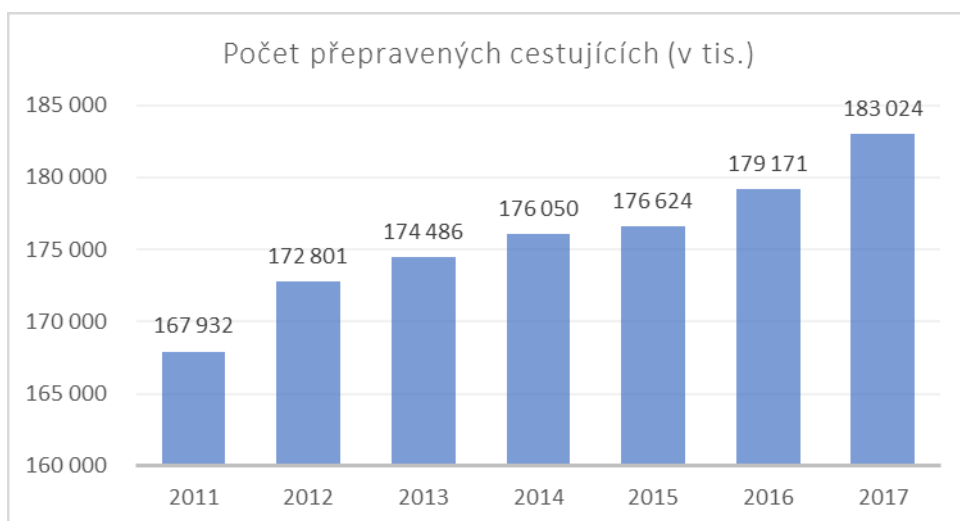
### 3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

V rámci této analýzy je potřeba vymezit relevantní trh, na kterém oceňovaná společnost Regiojet působí. Kapitola bude tedy zaměřena na firmy působící v odvětví osobní železniční dopravy v České republice.

#### Velikost trhu

Jedním z ukazatelů, který dává informaci ohledně velikosti zkoumaného trhu, může být počet přepravených cestujících. Za hlavní ukazatel velikosti trhu však budeme považovat tržby v odvětví železniční osobní dopravy.

Graf 3.2.1.1 – Velikost trhu dle počtu cestujících – železniční osobní doprava



Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 3.2.1.1 – Velikost trhu – železniční osobní doprava

rok	počet přepravených cestujících (v tis.)	tempo růstu	přepravní výkon (mil. km)	průměrná vzdálenost/os
2011	167 932		6714	40
2012	172 801	2,90 %	7265	42
2013	174 486	0,98 %	7601	44
2014	176 050	0,90 %	7797	44
2015	176 624	0,33 %	8298	47
2016	179 171	1,44 %	8843	49
2017	183 024	2,15 %	9498	52
Průměr		1,45 %		

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z Ministerstva dopravy ČR

Jak je možné vidět z *Grafu 3.2.1.1.* a *Tabulky 3.2.1.1.* počet osob přepravených mezi roky 2011 až 2017 vykazuje rostoucí trend, průměrné roční tempo růstu je 1,45 %. Dá se očekávat, že v dalších letech počet cestujících značně poroste, a to možná i rychleji než doposud. Od 1. srpna 2018 totiž platí slevy na jízdném pro studenty do 26 let a důchodce nad 65 let. Dle zpravodajského webu Aktuálně.cz se očekává nárůst počtu cestujících v řádech desítek procent.

Mimo tento ukazatel se dopravní statistiky zaobírají také ukazatelem přepravních výkonů. Jedná se o součin dopravního výkonu (tedy vzdálenosti, kterou vlak ujede) a počtu přepravených osob. Udává se v osobokilometrech. Na základě těchto údajů lze vyčíst, že nejen počet cestujících se zvyšuje, ale také průměrná přepravní vzdálenost je rostoucí. Zatímco v roce 2011 to bylo 40 km, v roce 2017 zhruba 52 km (také v *Tabulce 3.2.1.1.*). Z toho vyplývá, že cestující si pro své cesty vybírají čím dál častěji vlaky a cestují (průměrně) na čím dál delší vzdálenosti.

Informace lépe vypovídající o velikosti trhu jsou již výše zmíněné tržby. Ideálně by se mělo jednat o celkové tržby z odvětví, ve kterém podnik působí, avšak to je dost komplikované. K dispozici máme pouze data za širší trh (osobní a nákladní železniční doprava), proto se v praxi využívá způsobu, kdy se sečtou tržby čtyř až pěti největších podniků v daném odvětví. V tomto případě je to dostačující i proto, že se jedná o monopolní odvětví a čtyři největší podniky pak tvoří opravdu téměř celý trh. Tento údaj pak postačí k analýze a následně k odhadu tržeb na další období.

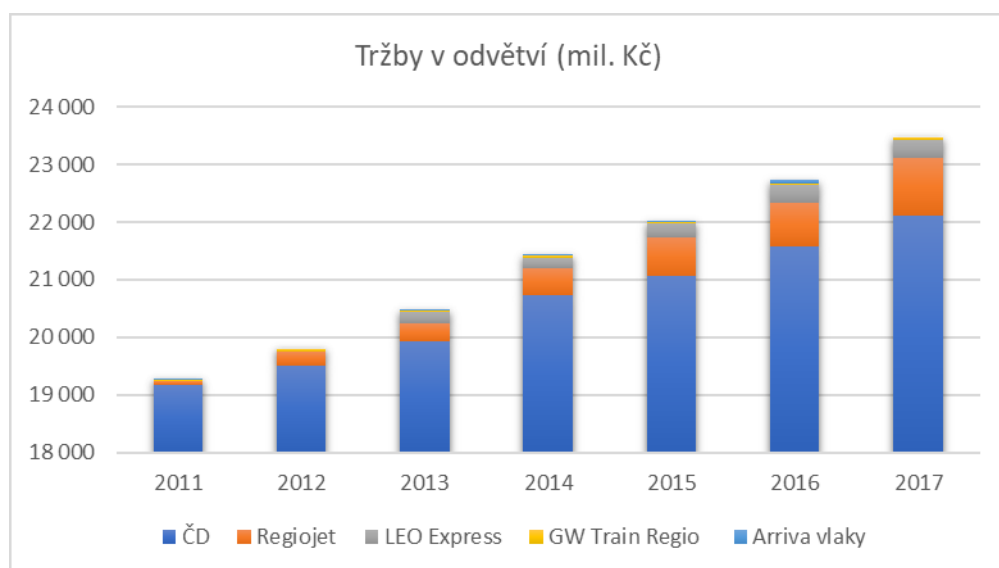
Mezi největší společnosti ve stejném odvětví patří samozřejmě národní podnik České dráhy (ČD), který má dominantní postavení na trhu, dále český železniční a autobusový dopravce LEO Express, dopravce GW Train Regio působící především na regionálních tratích a na posledním místě společnost Arriva vlaky. Tito dopravci společně s oceňovanou společností Regiojet mají největší zastoupení na českém trhu. V následující *Tabulce 3.2.1.2.* a *Grafu 3.2.1.2.* jsou zobrazeny tržby jednotlivých dopravců a jejich součet je chápán jako tržby v odvětví osobní železniční dopravy.

*Tabulka 3.2.1.2 – Tržby v odvětví osobní železniční dopravy*

<b>Tržby (v mil. Kč)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ČD	19 180	19 499	19 923	20 723	21 074	21 572	22 110
Regiojet	46	246	318	478	650	772	995
LEO Express	0	11	193	178	248	295	326
GW Train Regio	23	32	34	33	33	34	45
Arriva vlaky	0	-	1	1	12	56	-
<b>Tržby v odvětví</b>	<b>19 250</b>	<b>19 787</b>	<b>20 469</b>	<b>21 414</b>	<b>22 016</b>	<b>22 730</b>	<b>23 477</b>

*Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv jednotlivých společností*

Graf 3.2.1.2 – Podíl jednotlivých dopravců na celkových tržbách (v mil. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv jednotlivých společností

Tržby v tomto odvětví jsou za poslední roky rostoucí, v roce 2011 se pohybovaly nad hranicí 19 miliard, v roce 2017 už to bylo 23,5 miliard. Největší podíl na těchto tržbách mají České dráhy, které se dle výročních zpráv SŽDC (Správa železniční dopravní cesty) podílí na přepravních výkonech v osobní dopravě z více než 90 %. Následující *Tabulka 3.2.1.3.* zobrazuje procentní podíly dopravců na výkonech osobní železniční dopravy od roku 2011.

Tabulka 3.2.1.3 – Procentní podíly dopravců na výkonech v osobní železniční dopravě <sup>1</sup>

Podíl na výkonech	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ČD	98,62 %	97,06 %	94,87 %	93,27 %	92,68 %	91,22 %	90,04 %
Regiojet	0,23 %	2,57 %	3,40 %	5,01 %	5,44 %	6,78 %	8,03 %
LEO Express		0,07 %	1,47 %	1,45 %	1,60 %	1,62 %	1,29 %
GW Train Regio	0,75 %	0,14 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	0,22 %
Arriva vlaky						0,06 %	0,20 %
Ostatní	0,40 %	0,16 %	0,18 %	0,19 %	0,20 %	0,24 %	0,22 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv SŽDC 2011-2017

Od roku 2011 dochází k postupnému snižování podílu ČD, a to z důvodu příchodu nových soukromých dopravců. Tato měnící se struktura souvisí právě s liberalizací v železniční dopravě. Původní situace byla taková, že společnost České dráhy jako monopolní dopravce měla prakticky 100% podíl na trhu železniční osobní dopravy. Zejména od roku 2011 dochází

<sup>1</sup> Nevýplněná políčka jsou tehdy, když SŽDC tyto údaje neuvádí, tzn. daný dopravce buď v daném roce osobní dopravu nevykonával, nebo jsou jeho přepravní výkony tak malé, že jsou zahrnuty v políčku ostatní.

k snižování tržního podílu ČD a současně zvyšování podílu jiných dopravců. V roce 2017 se procentní podíl společnosti Regiojet vyšplhal až na 8,03 % a dá se očekávat, že tato hodnota bude v dalším roce opět zvyšovat. Ale o tom více v následující podkapitole věnované analýze vnitřního potenciálu.

Trh s osobní železniční dopravou se vyvíjí pozitivně, ukazatele jsou rostoucí, proto je možné hovořit o perspektivním trhu. Růst se očekává i do budoucna a nemalý podíl na tom budou zřejmě mít slevy v dopravě pro studenty a důchodce, jak jsem již dříve zmínila. Pro dopravce je také otevřena možnost expanze na zahraniční trhy, tak jako například Regiojet prodloužil svou trasu z Prahy až do Košic na Slovensku. Pro nové dopravce je vstup do tohoto odvětví obtížný, všechny tyto soukromé podniky ztrátové, jelikož v prvních letech podnikání jsou nutné velké investice a dochází k zadlužování při nákupu nových lokomotiv a vagónů.

### **Prognóza vývoje trhu**

Na předchozí informace by měla navázat prognóza vývoje trhu jako celku. Aby bylo možné prognózu použít jako základ tržního ocenění, je nezbytné, aby byla nalezena alespoň určitá souvislost prognózy relevantního trhu s prognózou národohospodářských ukazatelů, které zpracovávají oficiální instituce a které jsou běžně k dispozici.

Mimo tyto ukazatele je možné sledovat také další faktory, které působí na relevantní trh. Tyto faktory musí oceňovatel volit v závislosti na konkrétní situaci. Mohlo by se jednat o obecné faktory poptávky (cena, počet obyvatel), nebo faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů (spotřební zvyklosti, technické a technologické trendy atd.).

V tomto případě byly vybrány tři vysvětlující proměnné, kterými bude popsána vysvětlovaná proměnná *Tržby v odvětví*.

Bude zde použita regresní analýza, nejprve je tedy nutné sestavit lineární regresní funkci a odhadnout koeficienty tak, aby bylo možné stanovit prognózu vývoje trhu. Vysvětlovanou proměnnou jsou celkové tržby v odvětví a jako vysvětlující proměnné byly vybrány tři ukazatele: inflace, počet přepravených cestujících, průměrná hrubá měsíční mzda. Samozřejmě byly testovány i další makroekonomické veličiny jako je nezaměstnanost, HDP či tempo růstu HDP, úrokové sazby a podobně, avšak žádná z těchto proměnných nemá statisticky významný vliv na tržby v odvětví.

Regresní funkce bude vypadat následovně:

$$T_t = \beta_0 + \beta_1 Mzda_t + \beta_2 Počet\ cestujících_t + \beta_3 Inflace_t,$$

kde  $t$  je index času,  $T$  vyjadřuje celkové tržby v odvětví,  $Mzda$  vyjadřuje průměrnou hrubou měsíční mzdou, proměnná  $Počet\ cestujících$  je počet přepravených cestujících, poslední vysvětlující  $Inflace$  je zřejmá, a regresní koeficienty  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$  chceme odhadnout.

Hodnoty proměnných jsou uvedeny v *Tabulce 3.2.1.4* včetně predikcí pro další období.

*Tabulka 3.2.1.4 – Hodnoty vysvětlujících proměnných*

roky	Mzda (v Kč)	Počet cestujících (v tis.)	Inflace
<b>2011</b>	24 455	167 932	1,9 %
<b>2012</b>	25 067	172 801	3,3 %
<b>2013</b>	25 035	174 486	1,4 %
<b>2014</b>	25 768	176 050	0,4 %
<b>2015</b>	26 591	176 624	0,3 %
<b>2016</b>	27 764	179 171	0,7 %
<b>2017</b>	29 496	183 024	2,5 %
<b>2018 p</b>	31 885	185 675	2 %
<b>2019 p</b>	33 520	188 364	2 %
<b>2020 p</b>	35 450	191 092	2 %

*Zdroj: vlastní zpracování, predikce dle MPSV a ČNB*

Koeficienty beta byly odhadnuty metodou nejmenších čtverců. Při testování na 5% hladině významnosti se ukázalo, že jsou zvolené proměnné statisticky významné. Vypovídá o tom p-hodnota u každé proměnné, která by měla být menší než zvolená hladina významnosti  $\alpha = 0,05$ . Vypovídací schopnost tohoto modelu je vysoká, vyjadřuje to koeficient determinace roven 0,9995. Regresní analýza byla provedena v MS Excel, což je možné vidět v následujícím *Obrázku 3.2.1.1*.

Obrázek 3.2.1.1 – Regresní analýza

Regresní statistika									
Násobné R	0,9995								
Hodnota spolehlivosti R	0,9991								
Nastavená hodnota spolel	0,9981								
Chyba stř. hodnoty	67,6373								
Pozorování	7								

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	3	14475820	4825273	1055	0,00
Rezidua	3	13724	4575		
Celkem	6	14489544			

Chyba stř.									
	Koeficienty	hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-12973	1965,18	-6,60	0,01	-19227,19	-6719,06	-19227,19	-6719,06	-2806,17
Mzda	0,515	0,05	11,31	0,00	0,37	0,66	0,37	0,66	-29419,50
Počet cestujících	0,121	0,02	6,98	0,01	0,07	0,18	0,07	0,18	0,22
Inflace	-32419	2580,27	-12,56	0,00	-40631,01	-24207,85	-40631,01	-24207,85	-17317,06

Zdroj: vlastní zpracování, MS Excel

Tento model je tedy možné použít i pro predikci tržeb v odvětví. Předpovědi lze získat dosazením do lineárního regresního modelu, který je ve tvaru

$$T_t = -12973 + 0,515 \cdot Mzdy_t + 0,121 \cdot Počet\ cestujících_t - 32419 \cdot Inflace_t.$$

Tabulka 3.2.1.5 – Predikce tržeb v odvětví

roky	T odvětví (v mil. Kč)
<b>2011</b>	19 250
<b>2012</b>	19 787
<b>2013</b>	20 469
<b>2014</b>	21 414
<b>2015</b>	22 016
<b>2016</b>	22 730
<b>2017</b>	23 477
<b>2018 p</b>	<b>25 216</b>
<b>2019 p</b>	<b>26 383</b>
<b>2020 p</b>	<b>27 707</b>

Zdroj: vlastní zpracování

S využitím regresní analýzy se ukázalo, že tržby by měly být minimálně v následujících třech letech rostoucí. Nyní se zaměříme na tržní podíl a jeho vývoj do budoucna, a to v kapitole zabývající se analýzou vnitřního potenciálu.

### 3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

V rámci analýzy vnitřního potenciálu bude určen tržní podíl společnosti Regiojet, také bude analyzována jeho schopnosti čelit konkurenci a možným hrozbám a schopnost posílit své postavení na trhu, tj. zvyšovat tržní podíl.

Hlavními konkurenty jsou národní podnik České dráhy a železniční a autobusový dopravce LEO Express. Společnost LEO Express je „nováčkem“ v odvětví stejně jako oceňovaný podnik Regiojet. Oba dopravci vstoupili na trh s podobnou strategií, a to poskytovat vyšší kvalitu služeb za nižší ceny než národní dopravce.

Základní **faktory**, které působí na tržní podíly, můžeme rozdělit na přímé a nepřímé. Mezi přímé lze zařadit úroveň poskytovaných služeb, ceny, dostupnost, reklamu nebo celkový image firmy. Nepřímým faktorem může být například kvalita managementu.

Síla společnosti Regiojet tkví především v kvalitě poskytovaných služeb a zároveň nízkých cenách. Regiojet přišel na trh se svými typickými žlutými vlaky a ohromil svou nabídkou služeb, které lákají čím dál více cestujících. V současnosti nabízí čtyři tarify – Low cost, Standard, Relax, Business – takže si vybere opravdu každý. V nabídce jsou také specifická kupé, jako dětské, tiché kupé nebo také spací vozy. Cestující dostanou zdarma vodu, denní tisk, sluchátka, kávu nebo čaj, dále mají možnost zakoupit si další vybrané nápoje a jídlo za velmi přijatelné ceny. Samozřejmostí je WiFi připojení. Po celou dobu jízdy se o cestující starají milí stevardi a stevardky. Dle mého subjektivního názoru je v porovnání s konkurencí v tomto ohledu jedničkou právě Regiojet. Dopravce Leo Express se v kvalitě přibližuje Regiojetu, avšak vezmeme-li v potaz i ceny (a to jak za jízdné, tak za nabídku občerstvení), vítězí Regiojet. Společnost ČD bych pak zařadila na konec tohoto pomyslného žebříčku.

Drobnou nevýhodou by mohl být nedostatek pokladen, které jsou umístěny jen ve větších městech, což se týká obou soukromých dopravců. Pro koupi jízdenek však používá většina cestujících internet či aplikaci, kde lze dokonce jízdenku zdarma do 15 ti minut před jízdou stornovat.

Výše uvedené, včetně dalších poznatků, je shrnuto v rámci SWOT analýzy v následujícím odstavci.

#### SWOT analýza

Jak již bylo zmíněno v teoretické části, SWOT analýza zkoumá silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby.

- **Silné stránky**

- image společnosti
- poměr kvalita/cena
- podpora a zkušenosti stabilní mateřské společnosti Student Agency
- komunikace se zákazníkem
- snadná dostupnost, přehledný rezervační systém
- široká nabídka občerstvení, zdarma WiFi, nápoj dle výběru, denní tisk a časopisy

- **Slabé stránky**

- nízký počet obsluhovaných tras
- personální problémy – souvisí s historicky nejvyšší nezaměstnaností, s tímto problémem se potýkají ve všech různých sférách

- **Příležitosti**

- vstup na nové trasy
- proces liberalizace české železnice probíhající do roku 2033 – veřejné soutěže o železniční trasy po celé ČR
- zdražování pohonných hmot – příliv zákazníků z automobilové dopravy

- **Hrozby**

- sílící konkurence
- „války“ se společností České Dráhy, která se údajně snažila znesnadnit vstup nových soukromých dopravců na trh, právní spory s ČD měli a stále mají nejen Regiojet, ale také soukromý dopravce Leo Express

## **Tržní podíl**

Na základě dat z předchozí kapitoly (tržby v odvětví, tržby firmy) byl určen tržní podíl, tempa růstu a vážený průměr tempa růstu. V následující *Tabulce 3.2.2.1.* je možné vidět vypočítané průměrné tempo růstu ve výši 24,17 %. Toto tempo pak budeme uvažovat pro další tři období. Toto tempo by se mohlo zdát příliš vysoké, avšak výrazné posílení se očekává. Regiojet má totiž mimo jiné zájem o provozování regionální dopravy, což povede k posílení jeho pozice na trhu. Jak bylo uvedeno již v rámci SWOT analýzy, do roku 2033 probíhá proces liberalizace české železniční dopravy, což je velkou příležitostí pro soukromé dopravce. Ve veřejných soutěžích se bude postupně bojovat o všechny železniční trasy v ČR. Regiojet



má opět velké plány, jak uvedl majitel Jančura v rozhovoru pro Hospodářské noviny. V červenci roku 2018 již vyhrál poptávkové řízení na provoz regionálních vlaků na šesti tratích v Ústeckém kraji a bude se účastnit i dalších soutěží.

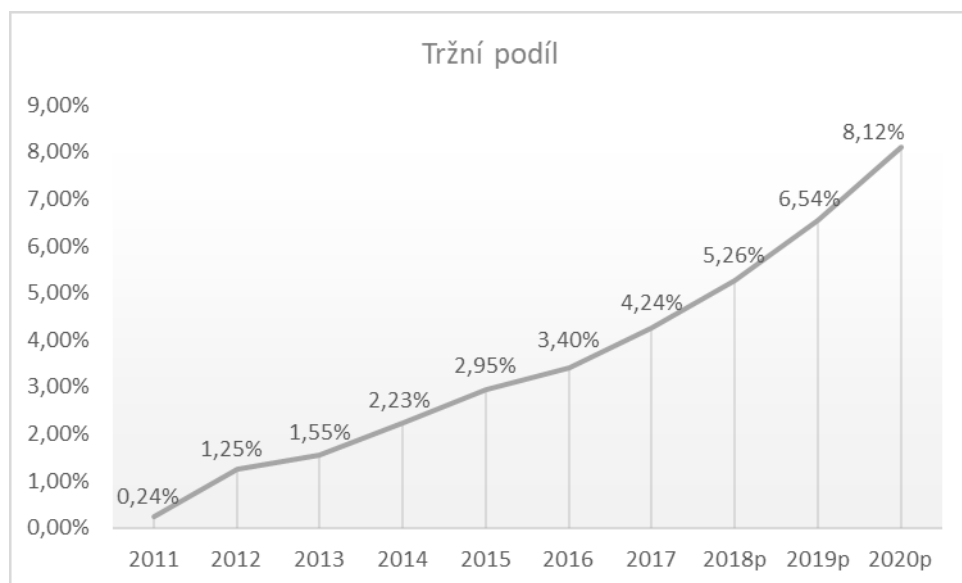
Tabulka 3.2.2.1 – Tržní podíly + predikce

roky	T podíl	$\Delta T$	w
2011	0,24 %		
2012	1,25 %	421 %	0,00
2013	1,55 %	25 %	0,10
2014	2,23 %	44 %	0,08
2015	2,95 %	32 %	0,17
2016	3,40 %	15 %	0,35
2017	4,24 %	25 %	0,30
2018 p	5,26 %	Vážený průměr: 24,17 %	
2019 p	6,54 %		
2020 p	8,12 %		

Zdroj: vlastní zpracování

Dle prognózy by se tržní podíl měl postupně zvyšovat až na 8,12 %, jak je možné vidět i v následujícím Grafu 3.2.2.1.

Graf 3.2.2.1. – Tržní podíl Regiojet



Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je možné přistoupit k predikci tržeb společnosti Regiojet. Známe predikci tržeb v odvětví z analýzy vnějšího potenciálu a předpovědi tržního podílu z analýzy vnitřního podílu. Vynásobením těchto hodnot získáme tržby firmy (*Tabulka 3.2.2.2.*).

*Tabulka 3.2.2.2. – Predikce tržeb Regiojet a.s.*

roky	Tržby firma (v mil. Kč)
<b>2011</b>	46
<b>2012</b>	246
<b>2013</b>	318
<b>2014</b>	478
<b>2015</b>	650
<b>2016</b>	772
<b>2017</b>	995
<b>2018 p</b>	<b>1328</b>
<b>2019 p</b>	<b>1725</b>
<b>2020 p</b>	<b>2249</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Společnost Regiojet se nachází ve fázi rozvoje, vykazuje tedy značná tempa růstu, a ještě nějakou dobu je bude vykazovat. Tento růst však zpravidla znamená značné investice a nízké peněžní toky, které je možné z podniku odebrat. V takovém tempu samozřejmě nemůže pokračovat do nekonečna, bude růst pouze do fáze zralosti, kde se tržby s největší pravděpodobností stabilizují.

Na závěr strategické analýzy je ještě vložena *Tabulka 3.2.2.3*, ve které jsou uvedeny tempa růstu tržeb odvětví i firmy, a to v minulém i plánovaném budoucím období.

*Tabulka 3.2.2.3. – Tempo růstu tržeb v odvětví a v RJ*

roky	Tempo růstu T odvětví	Tempo růstu T firma
<b>2012</b>	3 %	436 %
<b>2013</b>	3 %	29 %
<b>2014</b>	5 %	51 %
<b>2015</b>	3 %	36 %
<b>2016</b>	3 %	19 %
<b>2017</b>	3 %	29 %
<b>2018 p</b>	7 %	33 %
<b>2019 p</b>	5 %	30 %
<b>2020 p</b>	5 %	30 %

*Zdroj: vlastní zpracování*

### 3.3 Finanční analýza podniku

V této kapitole bude provedena analýza finančního zdraví společnosti Regiojet. Při ocenění podniku je to významnou součástí. Bude provedena prostřednictvím vertikálně-horizontální analýzy rozvahy a výkazu zisků a ztráty. V poslední podkapitole je možné najít analýzu poměrových ukazatelů. Nezbytné údaje pro finanční analýzu, tedy finanční výkazy, jsou uvedeny v Příloze 1 a 2.

#### 3.3.1 Vertikální analýza rozvahy a VZZ

Jak bylo uvedeno již v teoretické části, v rámci vertikální analýzy rozvahy se sledují podíly jednotlivých položek rozvahy na celkové bilanční sumě.

**Vertikální analýzu aktiv** je možné pozorovat v níže uvedené *Tabulce 3.3.1.1.* a také v *Grafu 3.3.1.1.* Podíl dlouhodobého majetku na aktivech v čase stále roste, poslední sledovaný rok 2017 jsou aktiva tvořena zhruba ze dvou třetin dlouhodobým majetkem a z jedné třetiny oběžným majetkem. Naproti tomu podíl časového rozlišení, které tvořilo na počátku sledovaného období největší část aktiv, se rok od roku snižuje. Je to dáno tím, že společnost na začátku svého působení pořídila lokomotivy a další movitý majetek na leasing. V případě finančního leasingu nájemce neeviduje předmět tohoto leasingu na majetkových účtech – majetek nevidíme tedy ani v rozvaze. Do nákladů se pak každý rok dostává poměrná část celkové pořizovací ceny podle doby, na kterou je tento leasing sjednán, a to právě prostřednictvím účtů časového rozlišení. Tyto poměry jsou zřejmé i z *Grafu 3.3.1.1.*

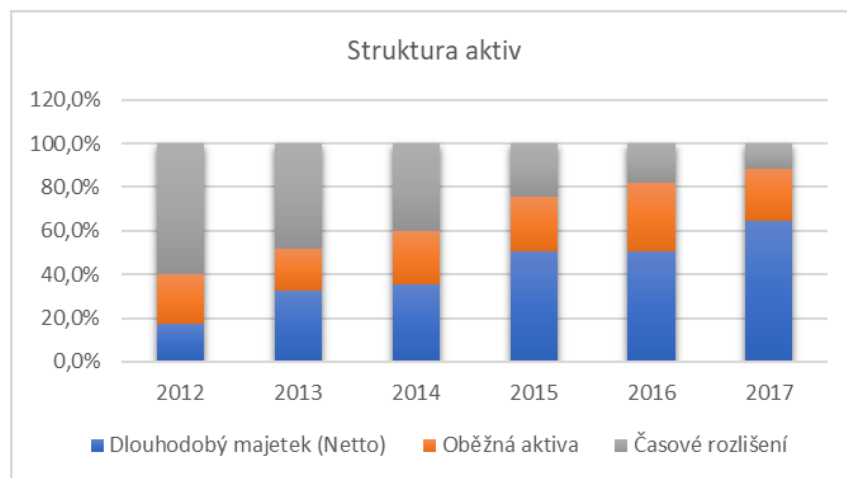
Dále je možné si všimnout, že téměř 100 % dlouhodobého majetku tvoří dlouhodobý hmotný majetek, dlouhodobý nehmotný a finanční majetek zaujímají jen malou část okolo 1 – 2 %. Podíl oběžných aktiv na celkových aktivech se v sledovaném období pohyboval v rozmezí 18,8 – 25,4 %. Z oběžných aktiv největší část zaujímají ve všech letech krátkodobé pohledávky.

Tabulka 3.3.1.1. – Vertikální analýza aktiv

Struktura aktiv	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>
Dlouhodobý majetek (Netto)	17,6 %	32,6 %	35,5 %	50,3 %	50,4 %	64,7 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,03 %	0,05 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,07 %
Dlouhodobý hmotný majetek	17,6 %	32,5 %	35,5 %	50,3 %	50,4 %	64,7 %
Dlouhodobý finanční majetek	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>22,2 %</b>	<b>18,8 %</b>	<b>24,6 %</b>	<b>25,4 %</b>	<b>31,4 %</b>	<b>23,7 %</b>
Zásoby	5,3 %	3,8 %	2,9 %	2,4 %	2,9 %	2,8 %
Materiál	5,2 %	3,3 %	2,3 %	2,2 %	2,7 %	2,7 %
Zboží	0,2 %	0,5 %	0,6 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %
Dlouhodobé pohledávky	0,8 %	1,8 %	0,9 %	0,6 %	0,8 %	0,6 %
Krátkodobé pohledávky	15,2 %	12,2 %	19,0 %	20,8 %	26,5 %	19,3 %
Krátkodobý finanční majetek	0,9 %	1,0 %	1,9 %	1,6 %	1,1 %	1,0 %
Peníze	0,5 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %
Účty v bankách	0,4 %	0,4 %	1,4 %	1,2 %	0,7 %	0,4 %
<b>Časové rozlišení</b>	<b>60,2 %</b>	<b>48,6 %</b>	<b>39,9 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>18,2 %</b>	<b>11,6 %</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.

Graf 3.3.1.1. – Struktura aktiv



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.

**Vertikální analýza pasiv** je uvedena v *Tabulce 3.3.1.2.* a taktéž v *Grafu 3.3.1.2.* Z tabulky i grafu je zřejmé, že větší polovinu pasiv tvořily každoročně cizí zdroje. Jak bylo uvedeno již v teoretické části, je důležité najít optimální poměr mezi cizími a vlastními zdroji. Všechna aktiva by neměla být kryta jen vlastním kapitálem, je přirozené a finančně zdravé, aby podnik měl pasiva tvořeny také cizími zdroji. V roce 2012 však cizí zdroje tvořily 87 %, konkrétně se jednalo o krátkodobé závazky, a to o položku závazky-ovládající a řídící osoba. Neboli závazky vůči mateřské společnosti STUDENT AGENCY. Tato hodnota už je dost

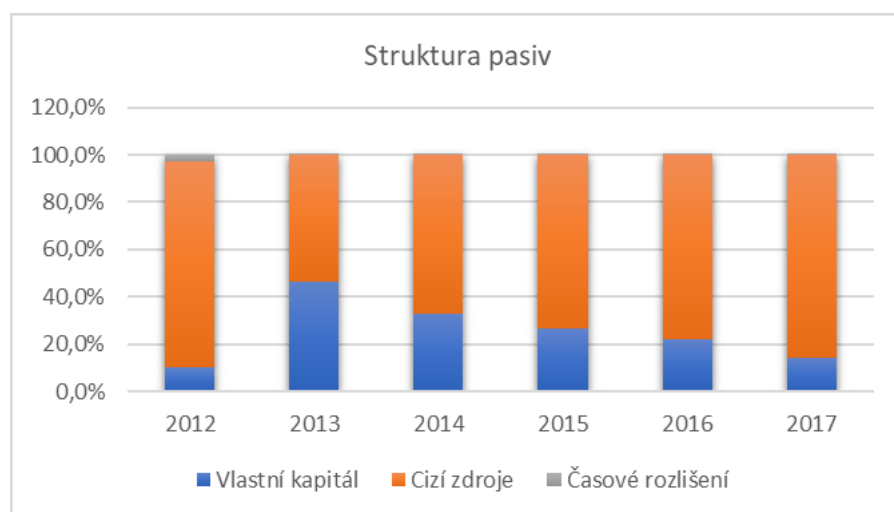
vysoká, avšak je nutno brát v úvahu, že na konci roku 2012 to bylo teprve rok od doby, kdy byl zahájen provoz vlaků Regiojet. Finanční podpora ze strany mateřské společnosti je pak zajisté lepší variantou než drahé úvěry od cizích společností. Dalším problémem, jak bylo zmíněno i v auditorských zprávách, byl nízký vlastní kapitál. Konkrétně v roce 2012 klesl vlastní kapitál pod 50 % hodnoty základního kapitálu, což bylo způsobeno záporným výsledkem hospodaření, který má vliv na hodnotu vlastního kapitálu. Jediný vlastník (Student Agency) přijal opatření, že mateřská společnost nebude vymáhat úhradu svých pohledávek před splacením všech závazků ostatním věřitelům. V dalším roce již vzrostl podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech na téměř polovinu (46,6 %) a podíl cizích zdrojů se snížil, především šlo o snížení závazků vůči ovládající a řídící osobě z původních 71 % na 12 % (k pasivům).

Tabulka 3.3.1.2. – Vertikální analýza pasiv

Struktura pasiv	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PASIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	10,5 %	46,6 %	32,9 %	26,7 %	22,1 %	14,0 %
Cizí zdroje	87,0 %	53,3 %	67,1 %	73,3 %	77,8 %	85,9 %
Rezervy	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0,03 %
Dlouhodobé závazky	0 %	18,9 %	40,6 %	54,3 %	58,2 %	61,7 %
Krátkodobé závazky	87,0 %	34,4 %	26,5 %	19,0 %	19,6 %	24,2 %
Závazky z obchodních vztahů	13,9 %	16,4 %	23,2 %	15,1 %	14,8 %	17,4 %
Závazky k úvěrovým institucím	0 %	0 %	0 %	0 %	1,0 %	2,8 %
Závazky-ovládající a řídící osoba	71 %	12 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Závazky ostatní	2,3 %	6,1 %	3,3 %	3,9 %	4,8 %	6,8 %
Časové rozlišení	2,5 %	0,1 %	0,01 %	0 %	0,1 %	0,1 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.

Graf 3.3.1.2. – Struktura pasiv



Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.

Stejným postupem je možné analyzovat **výkaz zisků a ztráty**. Bude nás zajímat poměr jednotlivých složek výsledovky na celkových tržbách. Opět najdeme konkrétní čísla vertikální analýzy VZZ v *Tabulce 3.3.1.3*.

Podíl výkonové spotřeby na tržbách vykazuje spíše stabilitu, u osobních nákladů můžeme vidět mírnou tendenci k poklesu. Výsledek hospodaření se dostal do kladných čísel pouze v roce 2015. Avšak pozitivní je, že ztrátovost je průměrně čím dál menší.

*Tabulka 3.3.1.3. – Vertikální analýza VZZ*

VZZ	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Tržby za prodej zboží + vlastních výrobků a služeb</b>	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
<b>Výkonová spotřeba</b>	84,3 %	94,8 %	86,1 %	75,8 %	82,4 %	86,8 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	9,0 %	8,5 %	9,6 %	10,0 %	10,6 %	8,0 %
Spotřeba materiálu a energie	25,7 %	30,8 %	30,3 %	24,4 %	23,4 %	24,8 %
Služby	49,6 %	55,5 %	46,2 %	41,4 %	48,4 %	54,0 %
<b>Osobní náklady</b>	30,0 %	29,5 %	25,0 %	22,3 %	21,4 %	18,2 %
Mzdové náklady	22,1 %	21,7 %	18,4 %	16,4 %	15,6 %	13,3 %
Náklady na SZ a ZP	7,4 %	7,3 %	6,2 %	5,5 %	5,2 %	4,4 %
Sociální náklady	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %
<b>Odpisy DNHM a DHM</b>	0,9 %	1,3 %	1,2 %	1,6 %	3,0 %	2,7 %
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	11,9 %	30,9 %	18,9 %	37,1 %	16,8 %	10,6 %
Tržby z prodeje DM	0,8 %	23,2 %	11,5 %	29,6 %	8,7 %	3,3 %
Tržby z prodeje materiálu	0,0 %	0,0 %	0,1 %	1,1 %	1,6 %	0,5 %
Ostatní provozní výnosy	11,0 %	7,6 %	7,2 %	6,3 %	6,5 %	6,8 %
<b>Ostatní provozní náklady</b>	24,5 %	31,9 %	13,8 %	31,3 %	10,7 %	4,0 %
ZC prodaného DM	0,6 %	23,4 %	11,6 %	29,7 %	8,5 %	3,2 %
Prodaný materiál	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	0,0 %
Změna stavu rezerv a opravných položek	0,8 %	7,2 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Daně a poplatky	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %
Ostatní provozní náklady	23,0 %	1,3 %	0,8 %	0,9 %	0,7 %	0,8 %
<b>Provozní VH (EBIT)</b>	<b>-27,8 %</b>	<b>-26,7 %</b>	<b>-7,2 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>-0,7 %</b>	<b>-1,2 %</b>
<b>Výnosové úroky</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Nákladové úroky</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %	0,5 %
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	0,4 %	1,4 %	0,2 %	0,9 %	0,1 %	0,7 %
<b>Ostatní finanční náklady</b>	1,1 %	1,7 %	1,0 %	1,2 %	0,6 %	2,3 %
<b>Finanční VH</b>	<b>-0,7 %</b>	<b>-0,3 %</b>	<b>-0,9 %</b>	<b>-0,4 %</b>	<b>-0,7 %</b>	<b>-2,2 %</b>
<b>Mimořádný VH</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>VH před zdaněním (EBT)</b>	<b>-28,5 %</b>	<b>-27,0 %</b>	<b>-8,0 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>-1,4 %</b>	<b>-3,3 %</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	0,2 %	0,0 %
<b>VH po zdanění (EAT)</b>	<b>-28,5 %</b>	<b>-27,0 %</b>	<b>-8,0 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>-1,6 %</b>	<b>-3,3 %</b>

*Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.*

### 3.3.2 Horizontální analýza rozvahy a VZZ

V rámci této analýzy zkoumáme meziroční změny a posuzujeme tedy jednotlivé položky rozvahy či výkazu zisků a ztrát v čase, jak se vyvíjely. V následující *Tabulce 3.3.2.1.* se nachází **horizontální analýza aktiv**. V prvním sloupci najdeme meziroční změnu 2012-2013. V tomto prvním období je možné vidět poněkud extrémní hodnoty, které jsou spojeny s tím, že se jedná o první roky podnikání a změny jsou tam razantní. Aktiva jsou každoročně rostoucí, největší nárůst byl zaznamenán z roku 2014 na 2015 a to ve výši 47 %. V tomto roce totiž došlo k odkupu majetku, který byl do té doby předmětem finančního leasingu. Společnost na počátku využila možnosti pořízení majetku a leasing a hradila tak pouze „nájemné“. V rámci českých účetních standardů se předmět leasingu neeviduje v majetku a k zanesení do rozvahy dojde až po skončení leasingu, kdy je umožněn odkup majetku předem dohodnutou cenu.

Největší podíl na růstu aktiv tedy má dlouhodobý majetek, který od roku 2012 do roku 2017 vzrostl o cca 693 milionů. Do dlouhodobého nehmotného majetku se neinvestovalo, pouze docházelo k jeho odepisování. Hodnota oběžných aktiv v prvním a posledním sledovaném období poklesla, ostatní roky byla rostoucí.

Tabulka 3.3.2.1. – Horizontální analýza aktiv

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM	8 %	15 %	47 %	14 %	30 %
Dlouhodobý majetek (Netto)	100,3 %	24,9 %	108,3 %	13,9 %	66,8 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	46,05 %	-86,49 %	-66,67 %	-100,00 %	
Dlouhodobý hmotný majetek	100,4 %	25,1 %	108,3 %	13,9 %	66,6 %
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	-8,3 %	49,8 %	51,7 %	40,6 %	-2,0 %
Zásoby	-22,7 %	-13,0 %	24,3 %	36,6 %	23,8 %
Materiál	-30,4 %	-20,5 %	37,5 %	43,6 %	26,5 %
Zboží	222,9 %	38,8 %	-27,9 %	-16,5 %	-11,1 %
Dlouhodobé pohledávky	139,3 %	-45,7 %	1,0 %	60,6 %	-14,8 %
Krátkodobé pohledávky	-13,1 %	78,3 %	61,1 %	44,9 %	-5,2 %
Krátkodobý finanční majetek	22,8 %	118,6 %	22,8 %	-18,4 %	16,1 %
Peníze	17,9 %	9,3 %	8,6 %	30,5 %	63,2 %
Účty v bankách	29,7 %	258,6 %	28,3 %	-34,5 %	-14,9 %
Časové rozlišení	-12,7 %	-5,8 %	-10,2 %	-14,9 %	-17,7 %

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.

Stejně tak byla provedena **horizontální analýza pasiv**, najdeme ji v *Tabulce 3.3.2.2.* Vlastní kapitál zaznamenal v prvním období výrazný nárůst z cca 46 milionů na bezmála 223 milionů.

Jak bylo zmíněno výše, skutečnost ohledně nízkého vlastního kapitálu v roce 2012 byla zmíněna i v auditorské zprávě vypracované pro společnost Regiojet. Mateřská společnost tak přistoupila k opatření ve formě kapitalizace zisku. To je důvod vysokého nárůstu, který je možné v uvedené tabulce pozorovat. Naopak u cizích zdrojů vidíme pokles, a to především z důvodu poklesu krátkodobých závazků vůči ovládající a řídící osobě (Student Agency), v dalších letech je tempo růstu kladné, což způsobil zřejmě prudký nárůst dlouhodobých závazků a závazků z obchodních vztahů. Společnost totiž začala pořizovat majetek i jinou formou než na leasing, tak jak tomu bylo na počátku. Majetek byl pořizován částečně z vlastních a částečně z cizích zdrojů.

*Tabulka 3.3.2.2. – Horizontální analýza pasiv*

<b>Položka</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>8 %</b>	<b>15 %</b>	<b>47 %</b>	<b>14 %</b>	<b>30 %</b>
Vlastní kapitál	381,8 %	-18,9 %	19,5 %	-6,1 %	-17,7 %
Cizí zdroje	-33,7 %	44,3 %	60,7 %	20,8 %	43,3 %
Dlouhodobé závazky		146,1 %	96,6 %	21,9 %	37,5 %
Krátkodobé závazky	-57,3 %	-11,7 %	5,5 %	17,4 %	60,4 %
Závazky z obchodních vztahů	28,2 %	61,9 %	-4,3 %	11,5 %	52,5 %
Závazky k úvěrovým institucím					245 %
Závazky-ovládající a řídící osoba	-82 %	-100 %			
Závazky ostatní	185 %	-39 %	75 %	10 %	41 %
<b>Časové rozlišení</b>	<b>-93,8 %</b>	<b>-91,5 %</b>	<b>-83,1 %</b>	<b>7140,0 %</b>	<b>5,5 %</b>

*Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.*

**Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát** je uvedena v další *Tabulce 3.3.2.3*. Jak je možné vidět, tržby stále rostou, a to proměnlivým, avšak velmi rychlým tempem. Většina položek se vyvíjí velmi kolísavě, meziroční změny jsou různorodé v každém roce.



Tabulka 3.3.2.3. – Horizontální analýza VZZ

VZZ	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Tržby za prodej zboží + vlastních výrobků a služeb</b>	30 %	51 %	37 %	19 %	25 %
<b>Výkonová spotřeba</b>	46 %	37 %	21 %	30 %	32 %
Náklady vynaložené na prodané zboží	22 %	70 %	44 %	26 %	-6 %
Spotřeba materiálu a energie	55 %	49 %	10 %	14 %	32 %
Služby	45 %	26 %	23 %	39 %	40 %
<b>Osobní náklady</b>	28 %	28 %	22 %	14 %	7 %
Mzdové náklady	28 %	28 %	22 %	14 %	6 %
Náklady na SZ a ZP	28 %	28 %	23 %	13 %	6 %
Sociální náklady	26 %	35 %	15 %	47 %	20 %
<b>Odpisy DNHM a DHM</b>	89 %	35 %	92 %	120 %	15 %
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	237 %	-8 %	170 %	-46 %	-21 %
Tržby z prodeje DM	3544 %	-25 %	252 %	-65 %	-53 %
Tržby z prodeje materiálu		302 %	1440 %	64 %	-61 %
Ostatní provozní výnosy	-11 %	44 %	20 %	23 %	30 %
<b>Ostatní provozní náklady</b>	69 %	-35 %	212 %	-59 %	-53 %
ZC prodaného DM	4864 %	-25 %	253 %	-66 %	-54 %
Prodaný materiál			-100 %		-100 %
Změna stavu rezerv a opravných položek	1100 %	-72 %	-98 %	-100 %	
Daně a poplatky	27 %	77 %	2184 %	-97 %	205 %
Ostatní provozní náklady	-93 %	-8 %	49 %	0 %	39 %
<b>Provozní VH (EBIT)</b>	<b>24 %</b>	<b>-59 %</b>	<b>-216 %</b>	<b>-113 %</b>	<b>117 %</b>
<b>Výnosové úroky</b>	13 %	0 %	0 %	456 %	38 %
<b>Nákladové úroky</b>	-2 %	-17 %	-1 %	1379 %	278 %
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	350 %	-81 %	584 %	-88 %	893 %
<b>Ostatní finanční náklady</b>	100 %	-6 %	66 %	-40 %	370 %
<b>Finanční VH</b>	<b>-44 %</b>	<b>327 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>121 %</b>	<b>287 %</b>
<b>Mimořádný VH</b>			<b>-69 %</b>	<b>-100 %</b>	
<b>VH před zdaněním (EBT)</b>	<b>23 %</b>	<b>-55 %</b>	<b>-197 %</b>	<b>-129 %</b>	<b>204 %</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>				-73 %	-85 %
<b>VH po zdanění (EAT)</b>	<b>23 %</b>	<b>-55 %</b>	<b>-184 %</b>	<b>-138 %</b>	<b>170 %</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.

### 3.3.3 Poměrové ukazatele

V první Tabulce 3.3.3.1. jsou uvedeny ukazatele likvidity, vypočtené dle vzorců (2.4) až (2.7). Okamžitá likvidita by se ideálně měla pohybovat v rozmezí 0,2 až 0,5, tedy vysoce likvidní aktiva (tj. peněžní prostředky) by měly být ve výši alespoň 20 – 50 % z krátkodobých závazků. Jak je vidět, zde vypočítané hodnoty jsou mnohem nižší, společnost Regiojet by tedy

měla navýšit peněžní prostředky, případně snížit krátkodobé závazky tak, aby splňovala požadavek na okamžitou likviditu. Pohotová likvidita už se pohybuje víceméně v mezích, nebudeme-li se ohlížet na zde uvedené první dva roky. Tento ukazatel by se měl pohybovat v hodnotách od 0,7 do 1,5. U běžné likvidity by však byly vhodné vyšší hodnoty, minimálně tak jak tomu bylo v letech 2015 a 2016. Záporný čistý pracovní kapitál (ČPK) značí, že společnost kryje část stálých aktiv krátkodobými zdroji, což není úplně vhodné a může nastat situace, že bude nucena prodat část svých aktiv, aby uhradila splatné závazky. To byl ale případ pouze prvního roku 2012, následující roky se pohybuje v kladných hodnotách. Představuje tedy část finančního majetku, který je finančně krytý dlouhodobými zdroji.

Tabulce 3.3.3.1. – Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Okamžitá likvidita	0,01	0,03	0,07	0,08	0,06	0,04
Pohotová likvidita	0,19	0,44	0,82	1,21	1,45	0,86
Běžná likvidita	0,26	0,55	0,93	1,34	1,60	0,98
ČPK (tis. Kč)	-31595	157415	208760	248181	274692	130686

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.

Jelikož je podnik od svého počátku ztrátový (vyjma roku 2015), následující ukazatele rentability jsou spíše nepříznivé. Při ztrátovosti podniku jsou tyto ukazatele záporné, tak jak je tomu i v případě oceňovaného podniku. Je zřejmé, že neznačí v tomto případě rentabilitu (výnosnost), ale naopak ztrátovost. Hodnoty počítané dle vzorců (2.8) až (2.12) jsou uvedeny v Tabulce 3.3.3.2.

Tabulce 3.3.3.2. – Ukazatele rentability

Ukazatele rentability	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROA	-0,17	-0,19	-0,07	0,05	-0,01	-0,01
ROE	-1,65	-0,42	-0,23	0,16	-0,07	-0,21
ROS	-0,29	-0,27	-0,08	0,05	-0,02	-0,03
ROCE	-1,61	-0,29	-0,09	0,07	-0,01	-0,01
ROI	-1,29	-0,29	-0,09	0,07	-0,01	-0,01

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.

Dalšími poměrovými ukazateli jsou ukazatele aktivity. Doba obratu aktiv by měla být co nejkratší, je určena obratem fixního a pracovního kapitálu a rovněž dynamikou tržeb. Doba obratu zásob byla do roku 2015 klesající, což bylo dáno růstem tržeb a poměrně stabilní výši

zásob na skladě. V letech 2016 a 2017 již rostla výrazněji i hodnota zásob, a proto došlo opět k mírnému zvýšení doby obratu na 11 dní. Ukazatel doby obratu pohledávek se pohyboval v rozmezí 61 až 102 dnů, tzn. že faktury byly placeny průměrně za 2 až 3 měsíce, což je v souladu s dobou splatnosti, a jsou tedy tyto ukazatele v normě. Doba obratu závazků se stále snižuje (kromě roku 2017, kdy mírně vzrostla), což naznačuje zlepšující se platební disciplínu oceňovaného podniku vůči dodavatelům. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty vypočtené dle vzorců (2.13) až (2.16).

*Tabulce 3.3.3.3. – Ukazatele aktivity*

<b>Ukazatele aktivity (ve dnech)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Doba obratu aktiv	596,04	497,32	377,79	404,49	385,88	400,45
Doba obratu zásob	31,86	19,00	10,95	9,91	11,36	11,24
Doba obratu pohledávek	90,52	60,67	71,65	84,00	102,18	77,44
Doba obratu závazků	518,67	170,98	99,98	76,81	75,69	97,07

*Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.*

V poslední *Tabulce 3.3.3.4.* je možné najít ukazatele zadluženosti. Mezi nejdůležitější patří ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech (*Equity Ratio*), který charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu a udává, jak je podnik schopen krýt své prostředky vlastními zdroji. Podíl VK na celkových aktivech by měl být ideálně minimálně 30 %, což v letech 2013 a 2014 společnost splňovala, poté ukazatel vykazuje klesající tendenci. Bylo to způsobeno tím, že objem aktiv rostl, kdežto vlastní kapitál poklesl. Celková zadluženost vyjadřuje podíl celkových dluhů (závazků) k celkovým aktivům. Jak je vidět z tabulky níže, společnost Regiojet je poměrně hodně zadlužená, v posledním roce se tento ukazatel zvýšil až na 86 %. Dokazuje to také ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (nebo také míra zadluženosti), který by se měl pohybovat mezi 80–120 %, avšak v tomto případě je po většinu let mnohem vyšší. Většinu závazků však tvoří závazky vůči mateřské společnosti Student Agency, což se již několikrát ukázalo jako prospěšné z hlediska dodržování určitých požadavků a finančních ukazatelů. Student Agency, jako jediný vlastník, již v minulosti přijala opatření, že nebude vymáhat úhradu svých pohledávek dříve, než společnost Regiojet splatí závazky vůči ostatním věřitelům. Další opatření přišlo na konci roku 2013, kdy došlo ke kapitalizaci části závazků Regiojet vůči SA ve výši 270 mil. Kč. Tato částka se převedla do ostatních kapitálových fondů. Zůstatek půjčky 86 486 000 Kč zůstává opět splatný až po splacení závazků vůči leasingovým

společnostem, které Regiojet a.s. poskytly prostředky na financování vlaků potřebných pro provozování dopravy.

*Tabulka 3.3.3.4. – Ukazatele finanční stability a zadlužení*

<b>Ukazatele zadlužení</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Podíl VK na aktivech	0,10	0,47	0,33	0,27	0,22	0,14
Celková zadluženost	0,87	0,53	0,67	0,73	0,78	0,86
Míra zadluženosti	8,33	1,14	2,04	2,74	3,52	6,13

*Zdroj: vlastní zpracování dle účetních závěrek Regiojet a.s.*

### 3.4 Finanční plán podniku

Finanční plán vychází ze strategické a finanční analýzy a jeho kostru tvoří generátory hodnoty, které jsou analyzovány v následující podkapitole.

#### 3.4.1 Generátory hodnoty

V této kapitole budou analyzovány generátory hodnoty, které budou následně potřebné pro sestavení finančního plánu. Jedná se o tržby, které byly analyzovány již v rámci strategické analýzy, dále provozní zisková marže a investiční činnosti.

##### Tržby

Predikce tržeb již byla provedena v rámci strategické analýzy v kapitole 3.2, kde najdeme i *Tabulku 3.2.2.2.* zobrazující minulé tržby společnosti Regiojet. Součástí tabulky jsou také předpovědi pro další tři roky - 2018, 2019, 2020.

##### Provozní zisková marže

Pro výpočet ziskové marže je nutné určit provozní výsledek hospodaření před odpočtem daní a odpisů (*EBITDA*). Zisková marže se pak vypočte dle vzorce (2.20). Provozní zisková marže výrazně rostla, jak je vidět z *Tabulky 3.4.1.1.*, až dosáhla hodnoty 8,6 % v roce 2015, což je dáno tím, že se společnost nachází v počáteční fázi vývoje, v období rozvoje. Následně v letech 2016 a 2017 byl zaznamenán mírný pokles. Predikované tržby v odvětví i tržby firmy vykazují růst. Vývoj ziskové marže souvisí například s konkurenční situací, kdy vysoká intenzita konkurence bude snižovat ziskové marže, což ale není případ naší oceňované společnosti. Navíc Regiojet každoročně posiluje svou pozici na trhu. Předpokládá se tak i růst

ziskové marže. Prognózovaná hodnota pro následující roky je určena na základě váženého průměru ziskové marže v minulosti.

Tabulka 3.4.1.1- budoucí KPVH a zisková marže

roky	Tržby firma (tis. Kč)	EBITDA (tis. Kč)	Zisková marže	Váhy	Vážený průměr
2012	246 431	-72 558	-29,4 %	0	3,9 %
2013	317 620	-87 479	-27,5 %	0	
2014	478 187	-31 451	-6,6 %	0	
2015	649 844	56 039	8,6 %	0,3	
2016	772 343	17 950	2,3 %	0,3	
2017	995 379	15 447	1,6 %	0,4	
2018 p	1 327 530	51 840	3,9 %		
2019 p	1 724 643	67 348	3,9 %		
2020 p	2 248 880	87 819	3,9 %		

Zdroj: vlastní zpracování

### Čistý pracovní kapitál (ČPK)

Nejprve je nutné predikovat dílčí složky tohoto ukazatele, tedy pohledávky, zásoby a krátkodobé neúročené závazky a časové rozlišení aktiv a pasiv. Následně ČPK určíme dle vzorce (2.7). Pohledávky jsou predikovány na základě průměrné doby obratu pohledávek v minulosti. Předpokládá se konstantní doba obratu pohledávek. Vycházíme ze vztahu (2.15) a dosazením predikcí tržeb a průměrné doby 72 dnů (vážený průměr) získáme hodnoty pohledávek pro roky 2018-2020 (viz následující Tabulka 3.4.1.2.)

Tabulka 3.4.1.2. – Predikce pohledávek

Položka	2018	2019	2020
T firma (tis. Kč)	1 327 530	1 724 643	2 248 880
Doba obratu pohledávek	72	72	72
Pohledávky (tis. Kč)	265 506	344 929	449 776

Zdroj: vlastní zpracování

Stejným způsobem lze určit i zásoby a krátkodobé závazky pro roky 2018-2020, s využitím vztahu (2.14) a (2.16).

Tabulka 3.4.1.3 – Predikce zásob

Položka	2018	2019	2020
T firma (tis. Kč)	1 327 530	1 724 643	2 248 880
Doba obratu zásob	11	11	11
Zásoby (tis. Kč)	40563	52697	68716

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 3.4.1.4 – Predikce krátkodobých závazků

Položka	2018	2019	2020
T firma (tis. Kč)	1 327 530	1 724 643	2 248 880
Doba obratu KZ	90	90	90
KZ (tis. Kč)	331 883	431 161	562 220

Zdroj: vlastní zpracování

Položku časové rozlišení aktiv a pasiv budeme v následujících letech uvažovat ve stejné výši jako v posledním sledovaném roce 2017.

Vypočtená velikost čistého pracovního kapitálu je uvedena v *Tabulce 3.4.1.5*.

Tabulka 3.4.1.5 – Predikce čistého pracovního kapitálu

Položka (tis. Kč)	2018	2019	2020
ČPK	133 035	131 847	130 279
změna ČPK	2 349	-1 188	-1 568

Zdroj: vlastní zpracování

## Investice

Jelikož nejsou k dispozici podnikové plány společnosti v oblasti investic, budoucí investice byly plánovány na základě koeficientu náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku. Pro větší přesnost byl zvlášť určen koeficient pro jednotlivé položky – nehmotný majetek, stavby a hmotné movité věci. Tento koeficient byl vypočítán jako podíl součtu brutto investic do jednotlivých položek v roce 2013-2017 a celkových tržeb za těchto pět let. Tento koeficient bude použit pro predikci investic v dalších letech. Ze strategické analýzy jsou již známy celkové budoucí tržby za roky 2018 až 2020, tak je možné dopočítat brutto investice (viz následující *Tabulka 3.4.1.6*). V tabulce je nejprve celková suma, poté investice za jednotlivé budoucí roky, kdy byly rozděleny rovnoměrně.

Tabulka 3.4.1.6 – Odhad brutto investic

Tržby 2018-2020 (tis. Kč):	5 301 053		
	Minulý koeficient náročnosti	Odhad brutto INV 2017-2020	
Nehmotný majetek	0,03 %	1 621	
Stavby	0,04 %	2 244	
Hmotné movité věci	3,00 %	159 032	
CELKEM	3,07 %	162 897	
Brutto investice DM (tis. Kč)	2018	2019	2020
Nehmotný majetek	540	540	540
Stavby	748	748	748
Hmotné movité věci	53 011	53 011	53 011
CELKEM brutto INV	125 156	125 156	125 156

Zdroj: vlastní zpracování

Dále byly určeny odpisy na základě odpisového a investičního plánu. Průměrná doba odepisování dlouhodobého nehmotného majetku byla uvažována čtyři roky, u staveb 30 let a průměrná doba odepisování hmotných movitých věcí šest let. V následující *Tabulce 3.4.1.7.* jsou vypočtené odpisy vztahující se k jednotlivým položkám dlouhodobého majetku a celkové odpisy do DM.

Tabulka 3.4.1.7 – Odpisy dlouhodobého majetku

<b>Odpisy DM (tis. Kč)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Nehmotný majetek	209	344	479
Stavby	141	162	181
Hmotné movité věci	34 832	37 862	40 386
<b>Odpisy DM CELKEM</b>	<b>35 182</b>	<b>38 367</b>	<b>41 046</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo zmíněno, analyzované generátory hodnoty jsou podstatné především při sestavování finančního plánu, který je základem pro ocenění podniku a najdeme jej v následující subkapitole.

### 3.4.2 Sestavení finančního plánu podniku

V následující *Tabulce 3.4.2.1.* najdeme plánovaný **výkaz zisků a ztrát**. Rok 2017 je zde vložen pro porovnání a roky 2018-2020 jsou plánované. Jedná se o zjednodušený finanční plán. Tržby byly převzaty ze strategické analýzy, odpisy dlouhodobého majetku byly naplánovány v rámci prognózy generátorů hodnoty. Ostatní položky, které zatím nebyly naplánovány, vycházejí z minulých hodnot. Nejčastěji byly stanoveny jako podíl k plánovaným tržbám. A to tak, že byl určen průměrný podíl položky na tržbách za minulost, a tento byl pak použit pro plánování dalších let. Daň z příjmů byla uvažována ve výši 19 %. Tento plán je sestaven pouze na základě dostupných výkazů a informací, je potřeba mít na zřeteli, že se jedná pouze o odhady a nemusí tak odpovídat budoucí realitě. Nejpresnějších plánovaných hodnot se odhadci dostane nejen důkladnými analýzami, ale rovněž je třeba konzultovat s managementem a zjistit co nejvíce informací o plánech a strategiích společnosti.

*Tabulka 3.4.2.1 – Plán VZZ 2018-2020*

VZZ (v celých tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
<b>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</b>	995 379	1 327 530	1 724 643	2 248 880
<b>Tržby za prodej zboží</b>	75 479	123 648	160 636	209 464
<b>Výkonová spotřeba</b>	929 401	1 234 569	1 603 873	2 091 400
Náklady vynaložené na prodané zboží	85 605	135 124	175 544	228 904
Spotřeba materiálu a energie	265 303	385 468	500 776	652 996
Služby	578 493	713 977	927 554	1 209 501
<b>Osobní náklady</b>	194 841	324 041	420 973	548 936
<b>Odpisy DNM a DHM</b>	29 350	35 182	38 367	41 046
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	113 442	279 135	362 634	472 863
<b>Ostatní provozní náklady</b>	43 053	58 343	75 796	98 836
<b>Provozní VH (EBIT)</b>	<b>-12 345</b>	<b>78 178</b>	<b>108 903</b>	<b>150 989</b>
<b>Výnosové úroky</b>	69	50	66	85
<b>Nákladové úroky</b>	5 534	2 931	3 808	4 966
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	7 210	8 677	11 272	14 698
<b>Ostatní finanční náklady</b>	24 950	19 221	24 970	32 560
<b>Finanční VH</b>	<b>-23 205</b>	<b>-13 425</b>	<b>-17 441</b>	<b>-22 742</b>
<b>Mimořádný VH</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VH před zdaněním (EBT)</b>	<b>-35 550</b>	<b>64 753</b>	<b>91 462</b>	<b>128 247</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	238	12 303	17 378	24 367
<b>VH po zdanění (EAT)</b>	<b>-35 788</b>	<b>52 450</b>	<b>74 084</b>	<b>103 880</b>
<b>Čistý obrat</b>	1 191 579	1 739 040	2 259 250	2 945 991

*Zdroj: vlastní zpracování*



Z výkazu je zřejmé, že společnost by se měla v následujících letech dostat ke kladnému výsledku hospodaření. Mohou za to především rychle rostoucí tržby, přičemž tempo růstu tržeb je rychlejší než tempo růstu nákladů, a proto se společnost dle plánu dostane do zisku. V posledním řádku tabulky najdeme čistý obrát, tedy sumu všech výnosů, který je samozřejmě také rostoucí.

Dalším z plánovaných výkazů je plán **rozvahy**, najdeme jej v *Tabulce 3.4.2.2.a) a b)*. Dlouhodobý majetek byl určen na základě prognózy investic a odpisů. V předchozí kapitole byly určeny brutto investice a odpisy jednotlivých položek dlouhodobého majetku. Netto investice jsou tedy již známy (brutto investice snížené o odpisy). Dlouhodobý majetek je dán součtem hodnoty dlouhodobého majetku v předešlém roce a netto investic. Dlouhodobý finanční majetek byl ponechán na nule, tak jako tomu bylo i v minulosti. Zásoby, pohledávky i krátkodobé závazky byly také stanoveny v předchozí kapitole (generátory hodnoty). Časové rozlišení aktiv uvažujeme pro plánované období stejné jako v posledním roce 2017. Krátkodobý finanční majetek, tedy peněžní prostředky v pokladně a na účtech bank, byl plánován na základě požadavku na likviditu. V rámci finanční analýzy, konkrétně analýzy ukazatelů likvidity, bylo zjištěno, že společnost Regiojet si v této oblasti nevedla příliš zodpovědně a je možné, že by se mohla dostat do situace, kdy by například musela prodat část svého majetku, aby mohla hradit závazky a podobně (více v kapitole 3.3.3. o poměrových ukazatelích). Z tohoto důvodu byla v dalších letech brána v úvahu i likvidita, a to konkrétně ukazatel okamžité likvidity, udávající poměr peněžních prostředků ku krátkodobým závazkům. Tento poměr by se měl pohybovat kolem 15 % – 20 %. V tomto případě byl uvažován na úrovni 0,15.

Celková bilanční suma je rostoucí, což je dáno především investicemi do dlouhodobého majetku. Avšak svůj podíl na tom má také rostoucí hodnota oběžných aktiv.

Tabulka 3.4.2.2a) – Plán rozvahy – aktiva

<b>AKTIVA (v celých tis. Kč)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 191 183</b>	<b>1 163 114</b>	<b>1 364 829</b>	<b>1 623 337</b>
Dlouhodobý majetek (Netto)	<b>770 991</b>	<b>669 493</b>	<b>764 760</b>	<b>882 743</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	875	1 207	1 404	1 465
Dlouhodobý hmotný majetek	770 116	668 287	763 356	881 278
Stavby	3 739	4 346	4 932	5 499
Samostatné movité věci a soubory MV	380 552	398 731	413 880	426 504
Nedokončený DHM	89 081	118 807	154 346	201 262
Poskytnuté zálohy na DHM	296 744	146 403	190 198	248 012
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>282 423</b>	<b>355 852</b>	<b>462 300</b>	<b>602 825</b>
Zásoby	33 434	40 563	52 697	68 716
Materiál	31 714	38 477	49 986	65 181
Zboží	1 720	2 087	2 711	3 535
Pohledávky	236 966	265 506	344 929	449 776
Krátkodobý finanční majetek	12 023	49 782	64 674	84 333
<b>Časové rozlišení</b>	<b>137 769</b>	<b>137 769</b>	<b>137 769</b>	<b>137 769</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Následně byla naplánována druhá část rozvahy – pasiva. Základní kapitál a kapitálové fondy jsou uvažovány ve stejné výši jako v předchozích letech. Výsledek hospodaření je pak převzat z plánu VZZ. Tyto položky společně tvoří vlastní kapitál, jehož hodnota díky zvyšujícímu se zisku také roste. I v plánovaném období však větší část pasiv tvoří cizí kapitál. Plánované investice musí být nějak pokryty, a to sice částečně vlastními zdroji, ale částečně pak z cizích zdrojů. Zadlužení je tedy opět celkem vysoké, avšak opět se předpokládá, že větší část závazků budou tvořit závazky vůči mateřské společnosti Student Agency. U časového rozlišení pasiv postupujeme stejně jako u aktiv, tedy volíme na úrovni poslední hodnoty z roku 2017.

Tabulka 3.4.2.2b) – Plán rozvahy – pasiva

<b>PASIVA (v celých tis. Kč)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>1 191 183</b>	<b>1 163 114</b>	<b>1 364 829</b>	<b>1 623 337</b>
Vlastní kapitál	166 845	219 295	293 380	397 260
Základní kapitál	187 534	187 534	187 534	187 534
Kapitálové fondy	270 000	270 000	270 000	270 000
VH minulých let	-254 901	-290 689	-238 239	-164 154
VH BÚO	-35 788	52 450	74 084	103 880
Cizí zdroje	<b>1 023 574</b>	<b>943 055</b>	<b>1 070 685</b>	<b>1 225 313</b>
Rezervy	300	300	300	300
Dlouhodobé závazky	734 532	610 873	639 224	662 793
Krátkodobé závazky	288 742	331 883	431 161	562 220
Bankovní úvěry a jiné výpomoci	0	0	0	0
Časové rozlišení	<b>764</b>	<b>764</b>	<b>764</b>	<b>764</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Po sestavení finančního plánu byla ještě provedena krátká finanční analýza tohoto plánu. V následující *Tabulce 3.4.2.3.* najdeme vybrané finanční ukazatele vypočítané pro plánované roky 2018–2020, přičemž rok 2017 je zde pro porovnání.

Tabulka 3.4.2.3 – Finanční analýza finančního plánu

<b>Ukazatele likvidity</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Okamžitá likvidita	0,04	0,15	0,15	0,15
Pohotová likvidita	0,86	0,95	0,95	0,95
Běžná likvidita	0,98	1,07	1,07	1,07
<b>Ukazatele rentability</b>				
ROA	-1,04 %	6,72 %	7,98 %	9,30 %
ROE	-21,45 %	23,92 %	25,25 %	26,15 %
ROS	-1,15 %	5,39 %	5,78 %	6,14 %
ROCE	-1,37 %	9,42 %	11,68 %	14,24 %
<b>Ukazatele zadlužení</b>				
podíl VK na aktivech	14,01 %	18,85 %	21,50 %	24,47 %
celková zadluženost	85,93 %	81,08 %	78,45 %	75,48 %
míra zadluženosti	6,14	4,30	3,65	3,08

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce najdeme tři skupiny ukazatelů – ukazatele likvidity, rentability a ukazatele zadlužení.

Ukazatel okamžité likvidity je na úrovni 0,15 ve všech sledovaných letech, protože byl na této úrovni přímo naplánován. Ukazatel pohotové likvidity na úrovni 0,95 je v pořádku, jeho

hodnota by měla být mezi 0,7 – 1,2. Poměr oběžných aktiv ku krátkodobým závazkům je na úrovni 1,07, což je zlepšení oproti předchozím letem, avšak za průměrnou výši tohoto ukazatele se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5. Je zde tedy stále prostor pro zlepšení.

Ukazatele rentability se oproti minulosti dostaly do kladných hodnot. To je zřejmé, jelikož podnik má dle plánu generovat zisky, oproti minulosti, kdy jeho výsledky hospodaření byly záporné. Nejvyšších hodnot dosahuje ukazatel výnosnosti vlastního kapitálu. Také ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů se zvýšil až na 14,24 %. Stejně tak ukazatele rentability aktiv a tržeb jsou rostoucí, což je žádoucí. Trend těchto ukazatelů by měl být pozitivní.

Mezi ukazatele zadlužení řadíme podíl vlastního kapitálu na aktivech, který by měl být rostoucí, což je v případě oceňované společnosti splněno. Tento podíl by se měl zvyšovat až na 24,47 % v posledním plánovaném roce 2020. Naopak u ukazatele celkového zadlužení je žádoucí klesající vývoj. Snižování celkového zadlužení by se mělo dařit v následujících letech i společnosti Regiojet. Posledním zmíněným ukazatel je míra zadluženosti, tedy poměr cizího a vlastního kapitálu. Akceptovatelná zadluženost vlastního kapitálu závisí na vývoji firmy. Avšak zde se vyvíjí tak jak je žádoucí – je klesající.

### 3.5 Náklady kapitálu

Pro výpočet hodnoty podniku výnosovými metodami je nutné znát různé diskontní sazby. Například u metod *DCF* a *EVA* ve variantě entity se využívají průměrné vážené náklady kapitálu (*WACC*). Pro výpočet *WACC* je potřeba určit nejprve náklady na vlastní a cizí kapitál.

#### 3.5.1 Náklady na vlastní kapitál

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu  $R_E$  byl využit model *CAPM* a vychází se tedy ze vzorce (2.23). Bezriziková sazba  $R_F$  byla určena na základě průměrné výnosnosti desetiletých státních dluhopisů ČR. Byla tak zjištěna hodnota  $R_F = 2,68 \%$ .

Rozlišujeme koeficient beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení ( $\beta_U$  ... *Unleveraged*) a beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy ( $\beta_L$  ... *Leveraged*). Koeficient beta nezadlužené firmy byl převzat z databáze A. Damodarana, a jeho hodnota pro odvětví železniční dopravy činí 0,89. Tato hodnota je pak použita pro výpočet beta zadlužené společnosti, a to dle vzorce (2.24). Zbývá určit hodnotu tržní rizikové premie  $[E(R_M) - R_F]$ ,

což je opět hodnota, kterou najdeme na stránkách A. Damodarana. V následující tabulce jsou přehledně uvedeny všechny tyto hodnoty.

Tabulka 3.5.1 – Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Položka	2018	2019	2020
Bezriziková sazba ( $R_F$ )	2,68 %	2,68 %	2,68 %
Beta unleverage ( $\beta_U$ )	0,89	0,89	0,89
Cizí kapitál (CK) tis. Kč	943 055	1 070 685	1 225 313
Vlastní kapitál (VK) tis. Kč	219 295	293 380	397 260
Beta leverage ( $\beta_L$ )	3,93	3,30	2,78
Riziková prémie trhu ( $R_M - R_F$ )	6,94 %	6,94 %	6,94 %
Náklady na VK ( $R_E$ )	<b>30 %</b>	<b>27 %</b>	<b>24 %</b>

Zdroj: vlastní zpracování, s využitím databáze<sup>26, 27</sup>

### 3.5.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu pro plánované období byly nejprve počítány na základě minulých hodnot poměru nákladových úroků k cizím zdrojům. Průměrně tvořily nákladové úroky 0,145 % z cizích zdrojů. Náklady na cizí kapitál byly velmi nízké z důvodu, že většinu závazků tvořily vždy závazky vůči mateřské společnosti Student Agency. Další potíž je v tom, že měla společnost majetek pronajatý v rámci finančního leasingu. Přestože se jedná o financování cizím kapitálem, v položce nákladové úroky se neprojevuje. Při plánování nákladů na cizí kapitál je tedy potřeba zohlednit rostoucí dlouhodobé závazky, které jsou plánovány na pokrytí investic do dlouhodobého majetku. Společnost má v plánu částečně hradit z vlastního kapitálu a částečně z cizího. Je tedy zřejmé, že náklady kapitálu budou vyšší než v předchozích letech. Při predikci nákladových úroků je možné vycházet z posledního roku, kdy společnost měla část cizího kapitálu formou úvěrů od finančních institucí. Náklady na cizí kapitál budeme tedy uvažovat ve výši 0,541 %. Vypočítané hodnoty jsou zobrazeny v tabulce pod textem.

Tabulka 3.5.2. – Stanovení nákladů na cizí kapitál

Položka	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nákladové úroky (tis. Kč)	123	121	100	99	1 464	5 534
Cizí zdroje (tis. Kč)	385 032	255 099	368 119	591 429	714 187	1 023 574
Náklady CK	0,032 %	0,047 %	0,027 %	0,017 %	0,205 %	0,541 %
<b>Průměr</b>	<b>0,145 %</b>					

Zdroj: vlastní zpracování

### 3.5.3 Náklady celkového kapitálu

Nyní je možné přistoupit k určení nákladů na celkový kapitál. Jak bylo zmíněno, bude se jednat o vážený průměr nákladů kapitálu *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) vypočtený dle vzorce (2.22).

Tabulka 3.5.3. – Stanovení nákladů na celkový kapitál

Položka	2018	2019	2020
Cizí kapitál ( $D$ , tis. Kč)	943 055	1 070 685	1 225 313
Vlastní kapitál ( $E$ , tis. Kč)	219 295	293 380	397 260
Náklady na VK ( $R_E$ )	30 %	27 %	24 %
Náklady na CK ( $R_D$ )	0,541 %	0,541 %	0,541 %
Daňová sazba ( $d$ )	0,19	0,19	0,19
<b>WACC</b>	<b>6,09 %</b>	<b>6,18 %</b>	<b>6,28 %</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 4 Aplikace výnosových metod pro stanovení hodnoty podniku

Jak již bylo uvedeno v úvodu diplomové práce, cílem je odhadnout tržní hodnotu podniku k 1.1.2018. Pro ocenění byly použity pouze výnosové metody, a to metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA). V následujících dvou podkapitolách je určena výsledná hodnota podniku dle obou těchto metod.

### 4.1 Ocenění metodou DCF entity

Jako první bude stanovena hodnota podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků. Bude použita dvoufázovou metodou DCF entity. Za prvé to znamená, že zjištěná hodnota bude hodnotou pro vlastníky i věřitele, za druhé pojem „dvoufázová“ značí, že budoucí období bude rozděleno na dvě období. Teoreticky to již bylo popsáno v kapitole 2.6.1. Nejprve je nutné stanovit volné peněžní toky pro vlastníky – *FCFF*.

Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (*FCFF* – *Free Cashflow to the Firm*) byly vypočítány dle vzorce (2.25) a jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 4.1.1. – Stanovení FCFF

Položka (tis. Kč)	2018	2019	2020
Provozní VH (EBIT)	78 178	108 903	150 989
Daňová sazba (d)	0,19	0,19	0,19
Odpisy	35 182	38 367	41 046
změna ČPK	30 288	7 170	9 465
Investice	54 299	54 299	54 299
<b>FCFF</b>	<b>13 919</b>	<b>65 109</b>	<b>99 583</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Daň se uvažuje ve výši 19 %. Investice a odpisy byly naplánovány již při analýze generátorů hodnoty a sestavování finančního plánu. Změna čistého pracovního kapitálu je dána jako rozdíl ČPK ve dvou po sobě jdoucích letech, tedy  $\text{ČPK}_{2018}$  je určen jako rozdíl  $\text{ČPK}_{2018}$  a  $\text{ČPK}_{2017}$ . Volné peněžní toky jsou rok od roku rostoucí, což je dáno rostoucím ziskem.

Nyní máme všechny hodnoty vstupující do výpočtu brutto hodnoty podniku. Bude použita dvoufázová metoda, kdy první fáze trvá od roku 2018 do 2020 (doba, na kterou je sestaven finanční plán). Druhá fáze plynule navazuje na první a trvá od roku 2021 do nekonečna. Hodnota první fáze byla vypočtena dle vzorce (2.26), za úrokovou míru byl dosazen *WACC*. Hodnota je uvedena v Tabulce 4.1.2.

Tabulka 4.1.2.- Hodnota první fáze

Hodnota 1. fáze	2018	2019	2020
<b>FCFF (tis. Kč)</b>	13 919	65 109	99 583
<b>WACC</b>	6,09 %	6,18 %	6,28 %
<b>V<sub>1</sub> (tis. Kč)</b>	<b>154 049</b>		

Zdroj: vlastní zpracování

Pro druhou fázi není vytvořen finanční plán a nejsou tak stanoveny jednotlivé položky pro výpočet volných peněžních toků, které jsou nutné pro určení pokračující hodnoty. Pro výpočet *FCFF* v roce 2018 se využije tempa růstu *g*. Jak bylo uvedeno již v teoretické části, otázkou je, jak zvolit toto tempo. Někdy se hodnota *g* pro výpočet pokračující hodnoty volí dle tempa růstu trhu, které bylo plánováno v rámci analýzy vnějšího potenciálu. Bylo tak přihlíženo i k výsledkům ze strategické analýzy V této práci bylo přistoupeno k variantě, že se veličina *g* bude odvíjet od tempa růstu hrubého domácího produktu. Tempo růstu *HDP* se pohybuje okolo 3 %, proto bylo zvoleno  $g = 0,03$ . Hodnota volných peněžních toků

v prvním roce druhé fáze ( $FCFF_{T+1}$ ) se zvýší o 3 % oproti hodnotě na konci první fáze. Pro výpočet pokračující hodnoty dle vzorce (2.28) je nutné určit ještě náklady kapitálu pro druhou fázi. Byl zvolen průměr celkových nákladů kapitálu v první fázi. Tedy hodnota  $WACC$  pro druhou fázi je 6,18 %. Hodnota je uvedena v *Tabulce 4.1.3.*, najdeme zde také hodnotu druhé fáze  $V_2$ , tedy současnou hodnotu pokračující hodnoty, vypočtena dle vzorce (2.27).

*Tabulka 4.1.3. – Pokračující hodnota*

Ukazatel	2021 +
tempo růstu $g$	0,03
FCFF (tis. Kč)	102 571
WACC	6,18 %
PH (tis. Kč)	<b>1 659 876</b>
<b><math>V_2</math> (tis. Kč)</b>	<b>1 386 612</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Pokračující hodnota tvoří většinu hodnoty firmy. Brutto hodnotu společnosti Regiojet a.s. metodou DCF entity získáme výpočtem dle vzorce (2.29). Výsledná brutto hodnota je 1 540 661 000 Kč a jedná se o hodnotu pro vlastníky a věřitele. V následující *Tabulce 4.1.4.* najdeme také netto hodnotu. Tu získáme po odečtení úročených závazků, které společnost má ke dni ocenění. Jedná se o hodnotu vlastního kapitálu.

*Tabulka 4.1.4. – Výsledná hodnota brutto společnosti Regiojet a.s.*

Hodnota (tis. Kč)	
$V_1$	154 049
$V_2$	1 386 612
<b><math>V_{brutto} = V_1 + V_2</math></b>	<b>1 540 661</b>
<b><math>V_{netto}</math></b>	<b>806 129</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### 4.1.1 Analýza citlivosti hodnoty stanovené dle DCF entity

Pomocí citlivostní analýzy je zkoumáno, jak vybrané vstupující parametry působí na hodnotu podniku. Zde byly vybrány tři parametry, a to tržby společnosti Regiojet, brutto investice a změna čistého pracovního kapitálu (ČPK). Tabulka znázorňuje, jak se změní netto hodnota společnosti, v případě procentní změny tržeb, resp. brutto investic a změny ČPK. Alfa



vyjadřuje procentní změnu. V *Tabulce 4.1.1.* je možné najít hodnoty netto v absolutním vyjádření, dále také relativní změny této hodnoty.

*Tabulka 4.1.1 – Analýza citlivosti – DCF*

$\alpha$	TRŽBY		BRUTTO INV		$\Delta$ ČPK	
	netto hodnota (tis. Kč)	relativní změna	netto hodnota (tis. Kč)	relativní změna	netto hodnota (tis. Kč)	relativní změna
<b>4 %</b>	865 345	1,74 %	770 099	-1,16 %	909 968	2,94 %
<b>3 %</b>	850 539	1,77 %	779 107	-1,14 %	884 008	3,03 %
<b>2 %</b>	835 735	1,80 %	788 114	-1,13 %	858 048	3,12 %
<b>1 %</b>	820 931	1,84 %	797 121	-1,12 %	832 088	3,22 %
<b>0 %</b>	806 129	0,00 %	806 129	0,00 %	806 129	0,00 %
<b>-1 %</b>	791 327	-1,84 %	815 136	1,12 %	780 169	-3,22 %
<b>-2 %</b>	776 526	-1,87 %	824 143	1,11 %	754 209	-3,33 %
<b>-3 %</b>	761 727	-1,91 %	833 150	1,09 %	728 249	-3,44 %
<b>-4 %</b>	746 929	-1,94 %	842 158	1,08 %	702 289	-3,56 %

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z tabulky je zřejmé, že s růstem tržeb dochází také k růstu hodnoty podniku, a naopak. Opačná situace nastává při růstu brutto investic, kdy dochází k poklesu hodnoty. Investice snižují volné peněžní toky, které vstupují do výpočtu hodnoty podniku, a proto je hodnota s rostoucími investicemi klesající. Čím větší je změna ČPK, tím větší bude hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF entity.

## 4.2 Ocenění metodou EVA

Nyní bude použita dvoufázová metoda EVA entity pro určení hodnoty brutto. První fáze je uvažována pro roky 2018 a 2020, druhá fáze od roku 2021 do nekonečna. Nejprve je nutné vypočítat ukazatel EVA dle vzorce (2.36). Jako čistá operační aktiva *NOA* by neměla být brána celková aktiva, pokud vlastní společnost majetek, který nepotřebuje k hlavnímu provozu (neoperační aktiva). V takovém případě by měla být tato aktiva vyřazena. Nyní budou uvažována aktiva v plné výši. Je totiž nutné vycházet ze stejných hodnot u metody DCF i EVA. Jelikož společnost žádná neoperační aktiva nevlastní, nebyla vyřazena ani při výpočtu metodou DCF.

Stejně tak čistý operační zisk po zdanění *NOPAT* by měl být konzistentní s použitými hodnotami v rámci metody DCF. Proto byl pro výpočet hodnoty metodou EVA použit provozní

výsledek hospodaření po zdanění. Diskontní míra je i v tomto případě chápána na úrovni vážených průměrných nákladů  $WACC$ , a je tedy totožná s  $WACC$  u metody DCF.

Ukazatel EVA byl vypočítán pro každý rok. Následně byl vypočítán ukazatel MVA (tržní přidaná hodnota), který je dán jako součet diskontovaných EVA.

Tabulka 4.2.1. – Výpočet ukazatele EVA

Položka	2018	2019	2020
NOA (tis. Kč)	1 163 114	1 364 829	1 623 337
NOPAT (tis. Kč)	63 324	88 212	122 301
WACC	6,09 %	6,18 %	6,28 %
EVA (tis. Kč)	-9 164	16 382	36 628
MVA = PV (EVA)	<b>3 007</b>		

Zdroj: vlastní zpracování

Stejně tak, jako u metody DCF, bylo využito průměrného tempa růstu  $g = 0,03$ , a to pro výpočet hodnoty EVA v druhé fázi (2021+). Na základě této hodnoty byla určena pokračující hodnota, a jejím diskontováním také hodnota druhé fáze. Výpočet brutto hodnoty byl proveden s využitím vzorce (2.37). Po odečtení úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění, tak jak je uvedeno v rovnici (2.37), byla zjištěna hodnota netto. Vypočtené hodnoty brutto i netto jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 4.2.2. – Výpočet hodnoty metodou EVA entity

Položka (tis. Kč)	
EVA <sub>2021</sub>	25 658
PH	415 212
V <sub>2</sub> = PV (PH)	346 856
V <sub>brutto</sub>	<b>1 574 446</b>
V <sub>netto</sub>	<b>839 914</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu určená pomocí metody EVA entity je 839 914 tis. Kč.

#### 4.2.1 Analýza citlivosti hodnoty stanovené dle EVA entity

Tato podkapitola je věnována analýze citlivosti, kdy nás zajímá, jak změna vybraných parametrů působí hodnotu firmy. V tomto případě byly vybrány opět tři veličiny, a to opět tržby firmy, NOPAT a WACC.

Tabulka 4.2.1 – Citlivostní analýza – EVA

$\alpha$	TRŽBY		NOPAT		WACC	
	netto hodnota (tis. Kč)	relativní změna	netto hodnota (tis. Kč)	relativní změna	netto hodnota (tis. Kč)	relativní změna
<b>4 %</b>	888 812	1,39 %	988 467	3,96 %	772 460	-2,07 %
<b>3 %</b>	876 585	1,41 %	950 818	4,08 %	788 762	-2,07 %
<b>2 %</b>	864 359	1,43 %	913 509	4,22 %	805 431	-2,07 %
<b>1 %</b>	852 136	1,46 %	876 541	4,36 %	822 478	-2,08 %
<b>0 %</b>	839 914	0 %	839 914	0 %	839 914	0 %
<b>-1 %</b>	827 694	-1,45 %	803 627	-4,32 %	857 752	2,12 %
<b>-2 %</b>	815 475	-1,48 %	767 681	-4,47 %	876 004	2,13 %
<b>-3 %</b>	803 259	-1,50 %	732 075	-4,64 %	894 682	2,13 %
<b>-4 %</b>	791 044	-1,52 %	696 810	-4,82 %	913 801	2,14 %

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je vidět z tabulky, netto hodnota firmy je nejvíce citlivá na změnu *NOPAT*. Zde i 1% růst vyvolává 4,36% nárůst hodnoty vlastního kapitálu. S rostoucími váženými průměrnými náklady na kapitál netto hodnota klesá. Jelikož je hodnota *WACC* v rámci této metody použita jako diskontní faktor, tak je tento vývoj zřejmý.

## 5 Zhodnocení výsledků

V předchozích kapitolách byla společnost Regiojet a.s. oceněna k 1.1.2018 dvěma metodami, a to výnosovými dvoufázovými metodami DCF a EVA. V této kapitole najdeme srovnání obou hodnot, včetně porovnání s hodnotou vykazovanou v účetnictví.

V *Tabulce 5.1.* najdeme srovnání hodnot vypočítaných pomocí obou použitých metod a účetní hodnoty vlastního kapitálu. Dle dvoufázové metody DCF entity byla zjištěna hodnota vlastního kapitálu 806 129 tis. Kč. Dvoufázovou metodou EVA entity byla zjištěna hodnota méně vyšší, a to 839 914 tis. Kč.

Tabulka 5.1. – Porovnání hodnot

Hodnota (tis. Kč)	DCF entity	EVA entity	Účetní hodnota
$V_{\text{brutto}}$	1 540 661	1 574 446	1 191 983
$V_{\text{netto}}$	806 129	839 914	166 845

Zdroj: vlastní zpracování

V porovnání s účetní hodnotou vlastního kapitálu, která k 31.12.2017 činí 166 845 *tis. Kč*, je výsledná hodnota vlastního kapitálu dle obou metod výrazně vyšší.

## 6 Závěr

Cílem práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti Regiojet a.s. k 1.1.2018 výnosovými metodami. Pro ocenění byly zvoleny dvoufázové výnosové metody DCF entity a EVA entity. Zjištěna byla tedy hodnota pro vlastníky i věřitele (brutto hodnota) a hodnota vlastního kapitálu (netto hodnota).

Diplomová práce obsahuje dvě základní části, a to teoretickou část a praktickou část. Celá práce je rozčleněna do šesti kapitol, přičemž první a poslední kapitola je věnována úvodu a závěru práce.

V druhé kapitole byla stanovena teoretická východiska pro určení hodnoty podniku. Je možné zde najít základní pojmy z oblasti oceňování podniku, důvody pro oceňování a také obecně doporučované postupy při oceňování podniku. Najdeme zde postup strategické i finanční analýzy včetně všech vzorců užitých v následující praktické části. Nechybí zde ani postup pro stanovení nákladů na vlastní kapitál, cizí kapitál i celkový kapitál. Stěžejní subkapitola u metodologické části je věnována výnosovým metodám. Jsou zde popsány především metody použité v praktické části, tedy DCF a EVA, ale mimo to zde najdeme také metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Zmíněny byly také metody majetkové a komparativní.

V třetí kapitole se přechází k praktické části ocenění podniku. Nejdříve byl představen oceňovaný podnik – železniční osobní dopravce Regiojet a.s. V rámci strategické analýzy byl charakterizován relevantní trh, na kterém společnost působí. Na základě regresního modelu byly predikovány tržby v odvětví železniční osobní dopravy. Dle predikcí by měly růst a v roce 2020 se dostat na 27,7 miliard korun. V rámci SWOT analýzy byla mimo silné a slabé stránky zaměřena pozornost především na velkou příležitost pro společnost Regiojet. Tato šance se týká liberalizace v železniční dopravě, kdy mají do roku 2033 proběhnout veřejné soutěže o všechny železniční trasy na území České republiky. Regiojet má samozřejmě zájem o obsluhování dalších tras, a proto bude bojovat s konkurenty o tyto pozice. Na základě toho byl určen také předpokládaný tržní podíl, který by se měl z aktuálních 4,24 % zvýšit do roku 2020 na 8,12 %. S těmito hodnotami pak byly dopočítány predikce tržeb oceňované společnosti, které jsou nutné pro sestavení finančního plánu.

Třetí kapitola obsahuje také finanční analýzu z pohledu oceňování podniku. Výsledky finanční analýzy, především analýza poměrových ukazatelů, byly částečně zkreslené. Společnost Regiojet v počátcích svého podnikání pořizovala majetek formou finančního leasingu. Dle českých účetních standardů se nezachycuje předmět finančního leasingu

do majetku, což vedlo ke zkreslení některých finančních ukazatelů. Dále se ukázalo, že zadlužení společnosti je poměrně vysoké, avšak většinu závazků tvořily závazky vůči mateřské společnosti Student Agency. Finanční analýza zde byla provedena, aby sloužila jako podklad pro finanční plán a potažmo pro ocenění podniku. Finanční plán byl sestaven na tři roky, tedy 2018-2020. Je možné zde najít také krátkou finanční analýzu finančního plánu. V závěru třetí kapitoly byly určeny také náklady kapitálu, které je nutné znát u obou použitých výnosových metod.

Čtvrtá kapitola je věnována výslednému ocenění podniku výnosovými metodami. Nejprve byla stanovena hodnota dvoufázovou metodou DCF entity. Hodnota pro vlastníky i věřitele byla určena ve výši 1 540 661 tis. Kč a hodnota vlastního kapitálu (netto hodnota) je 806 129 tis. Kč. Metodou EVA entity bylo dosaženo podobných hodnot, výsledná brutto hodnota je 1 574 446 tis. Kč, a netto hodnota 839 914 tis. Kč. V této kapitole je možné najít také citlivostní analýzu, a to jak pro hodnotu stanovenou metodou DCF, tak EVA.

Obsahem páté kapitoly je zhodnocení výsledků. Výsledné hodnoty vlastního kapitálu určené výnosovými metodami jsou zde porovnány také s účetní hodnotou vlastního kapitálu. Jeho účetní hodnota je k 31.12.2018 rovna 166 845 tis. Kč.

Závěrem lze tedy poznamenat, že odhad hodnoty společnosti Regiojet je výrazně vyšší než účetní hodnota, což je dáno především příznivými vyhlídkami do budoucna. Předpokládá se další růst společnosti, posílení její pozice na trhu a výrazný růst tržeb jak v celém odvětví, tak ve společnosti Regiojet.

## Seznam použité literatury

### Odborné publikace

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. 685 p. ISBN 978-04-71751-21-2
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-8560-541-9
- [3] GRÜNWALD, Rolf. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: VŠE, 2000. 66 s. ISBN 80-245-0032-9
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, 366 s. ISBN 80-7179-529-1
- [5] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. vyd. Praha: Ekopress, 2018. 550 s. ISBN: 978-80-87865-38-5
- [6] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé –hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 532 s. ISBN 978-80-86929-80-4
- [7] MAŘÍK, Miloš, Pavla MAŘÍKOVÁ, *Moderní metody hodnocení výkonosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, 2005, 164 s. ISBN 80-86-119-61-0
- [8] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. akt. vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. 152 s. ISBN 978-80-271-2028-4
- [9] SRPOVÁ, Jitka. *Podnikatelský plán a strategie*. Praha: Grada Publishing, 2011. Expert. ISBN 978-80-247-4103-1
- [10] ZMEŠKAL, Z., D. DLUHOŠOVÁ a T. TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013. 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0

## Elektronické zdroje

- [11] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Aktuální prognóza ČNB* [online]. [cit. 2019-02-20]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>
- [12] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARAD – Systém časových řad* [online]. [cit. 2019-02-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>
- [13] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran Online* [online]. [cit. 2019-03-20]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [14] JUSTICE.CZ. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>
- [15] MINISTERSTVO DOPRAVY. *Systém dopravních statistik* [online]. [cit. 2019-01-29]. Dostupné z <https://www.sydos.cz/>
- [16] MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ. *Příjmy a životní úroveň* [online]. [cit. 2019-02-25]. Dostupné z: <https://www.mpsv.cz/cs/625>
- [17] SPRÁVA ŽELEZNIČNÍ DOPRAVNÍ CESTY. *Dopravci působící na síti SŽDC* [online]. [cit. 2019-01-12] Dostupné z: <https://www.szdc.cz/provozovani-drahy/dopravci.html>
- [18] STUDENT AGENCY. *Profil společnosti* [online]. [cit. 2019-01-15]. Dostupné z: <https://www.studentagency.cz/o-nas/profil-spolecnosti/>
- [19] HOSPODÁŘSKÉ NOVINY [online]. [cit. 2019-03-28] Dostupné z <https://archiv.ihned.cz/c1-66512500-chci-se-soustredit-jen-na-vlaky-rika-radim-jancura-flixbus-nam-ale-sebral-jen-minimum-cestujicich-cast-se-vraci-zpatky-tvrdi>



## Seznam zkratk

$A$	celková aktiva
$A_0$	ostatní neoperační aktiva k datu ocenění
$\beta_E$	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
$\beta_U$	koeficient beta u nezadlužené firmy
$\beta_L$	koeficient beta u zadlužené firmy
$C$	celkový kapitál
$CAPM$ model	oceňování kapitálových aktiv
$\Delta\check{CPK}$	změna čistého pracovního kapitálu
$\check{V}$	čistý výnos
$D$	cizí kapitál
$D_0$	cizí úročený kapitál k datu ocenění
$d$	sazba daně z příjmů právnických osob
$DCF$	metoda diskontovaných peněžních toků
$E$	vlastní kapitál
$EAT$	zisk po zdanění, čistý zisk
$EBITDA$	provozní výsledek hospodaření před odečtením odpisů, daní a úroků
$EBIT$	zisk před zdaněním a úroky
$EBT$	zisk po odečtení úroků
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$[E(R_M) - R_F]$	riziková prémie
$EVA$	ekonomická přidaná hodnota
$FCFE$	volné peněžní toky pro vlastníky
$FCFE$	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
$INV$	investice
$KCZ$	krátkodobé cizí zdroje
$KPVH$	korigovaný provozní výsledek hospodaření
$MF$ ČR	Ministerstvo financí ČR
$MVA$	tržní přidaná hodnota

<i>NOA</i>	čistá operační aktiva
<i>NOPAT</i>	čistý výnos z provozní činnosti po zdanění
<i>OA</i>	oběžná aktiva
<i>ODP</i>	odpisy
<i>PH</i>	pokračující hodnota
<i>R<sub>D</sub></i>	náklady na cizí kapitál
<i>R<sub>E</sub></i>	náklady na vlastní kapitál
<i>R<sub>F</sub></i>	bezriziková sazba
<i>ROA</i>	rentabilita aktiv
<i>ROCE</i>	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
<i>ROE</i>	rentabilita vlastního kapitálu
<i>ROI</i>	rentabilita investic
<i>ROS</i>	rentabilita tržeb
<i>T</i>	tržby
<i>TČV</i>	trvalý odnímatelný čistý výnos
<i>V</i>	hodnota podniku
<i>V<sub>brutto</sub></i>	hodnota podniku brutto
<i>V<sub>netto</sub></i>	hodnota podniku netto
<i>VH</i>	výsledek hospodaření
<i>VK</i>	vlastní kapitál
<i>WACC</i>	průměrné vážené náklady kapitálu

### **Prohlášení o využití výsledků diplomové práce**

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26.4.2019

.....  
  
Bc. Žaneta Janktová

## **Seznam příloh**

Příloha 1      Rozvaha společnosti Regiojet a.s. 2012–2017 (v tis. Kč)

Příloha 2      Výkaz zisku a ztrát společnosti Regiojet a.s. 2012–2017 (v tis. Kč)

## Přílohy

Příloha 1 - Rozvaha společnosti Regiojet a.s. 2012-2017 (v tis. Kč)

<b>AKTIVA (v celých tis. Kč)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>442463</b>	<b>478596</b>	<b>548897</b>	<b>807343</b>	<b>917544</b>	<b>1191183</b>
Dlouhodobý majetek (Netto)	<b>77842</b>	<b>155947</b>	<b>194816</b>	<b>405845</b>	<b>462159</b>	<b>770991</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	152	222	30	10	0	875
Software	152	222	30	10	0	148
DNM nedokončený	0	0	0	0	0	727
Dlouhodobý hmotný majetek	77690	155725	194786	405835	462159	770116
Stavby	2800	2703	3244	3127	3009	3739
Samostatné movité věci a soubory MV	28178	27312	57721	380570	346707	380552
Nedokončený DHM	46712	71593	82509	12078	101611	89081
Poskytnuté zálohy na DHM	0	54117	51312	10060	10832	296744
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>98374</b>	<b>90197</b>	<b>135116</b>	<b>204936</b>	<b>288065</b>	<b>282423</b>
Zásoby	23653	18284	15906	19774	27006	33434
Materiál	22936	15969	12692	17457	25072	31714
Zboží	717	2315	3214	2317	1934	1720
Dlouhodobé pohledávky	3676	8798	4778	4824	7748	6601
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	6587	2338	2339	2339	2339
Jiné pohledávky	3676	2211	2440	2485	5409	4262
Krátkodobé pohledávky	67195	58388	104100	167654	242955	230365
Pohledávky z obchodních vztahů	48742	55417	81207	156318	241273	215073
Pohledávky-ovládající a řídicí osoba	0	337	364	361	0	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	18137	2508	14856	1623	866	1832
Stát-daňové pohledávky	0	0	0	9272	0	12818
Dohadné účty aktivní	0	4	7309	76	222	0
Jiné pohledávky	316	122	364	4	594	642
Krátkodobý finanční majetek	3850	4727	10332	12684	10356	12023
Peníze	2252	2655	2901	3151	4113	6713
Účty v bankách	1598	2072	7431	9533	6243	5310
<b>Časové rozlišení</b>	<b>266247</b>	<b>232452</b>	<b>218965</b>	<b>196562</b>	<b>167320</b>	<b>137769</b>
Náklady příštích období	234237	225401	218965	196562	167320	134548
Komplexní náklady příštích období	32010	7051	0	0	0	0
Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	3221

<b>PASIVA (v celých tis. Kč)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>442463</b>	<b>478596</b>	<b>548897</b>	<b>807343</b>	<b>917544</b>	<b>1191183</b>
Vlastní kapitál	46247	222800	180719	215904	202633	166845
Základní kapitál	187534	187534	187534	187534	187534	187534
Kapitálové fondy	0	270000	270000	270000	270000	270000
VH minulých let	-65020	-141288	-234733	-276815	-241630	-254901
VH BÚO	-76267	-93446	-42082	35185	-13271	-35788
Cizí zdroje	385032	255099	368119	591429	714187	1023574
Rezervy	0	0	0	0	0	300
Dlouhodobé závazky	0	90562	222857	438122	534218	734532
Krátkodobé závazky	385032	164537	145262	153307	179969	288742
Závazky z obchodních vztahů	61363	78669	127342	121924	135966	207289
Závazky k úvěrovým institucím	0	0	0	0	9511	32813
Závazky-ovládající a řídící osoba	313441	56680	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	2019	5595	7755	8843	9372	10920
Závazky se SZ a ZP	2626	2937	4047	4661	5124	16559
Stát-daňové závazky a dotace	5030	18680	4776	1239	5131	4032
Dohadné účty pasivní	279	1836	1211	1467	787	2912
Jiné závazky	274	140	131	15173	14078	14217
Bankovní úvěry a jiné výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	11184	697	59	10	724	764
Výdaje příštích období	11184	697	59	10	82	113
Výnosy příštích období	0	0	0	0	642	651

Příloha 2 - Výkaz zisku a ztrát společnosti Regiojet a.s. 2012–2017 (v tis. Kč)

	VZZ (v celých tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
I.	<b>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</b>	246431	317620	478187	649844	772343	995379
II.	<b>Tržby za prodané zboží</b>	20811	28823	44856	68694	83653	75479
A.	<b>Výkonová spotřeba</b>	225369	328471	450479	544875	705711	929401
A.1	Náklady vynaložené na prodané zboží	24099	29508	50110	72037	90962	85605
A.2	Spotřeba materiálu a energie	68721	106606	158561	175152	200492	265303
A.3	Služby	132549	192357	241808	297686	414257	578493
B.	<b>Osobní náklady</b>	80231	102355	130923	160179	182936	194841
B.1	Mzdové náklady	58931	75207	96092	117623	133737	142007
B.2	Náklady na SZ a ZP	19765	25212	32220	39548	44776	47520
B.3	Sociální náklady	1535	1936	2611	3008	4423	5314
C.	<b>Odpisy DNM a DHM</b>	2373	4490	6061	11643	25594	29350
III.	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	31728	106996	98792	266556	144018	113442
III.1	Tržby z prodeje DM	2210	80543	60411	212813	74655	35343
III.2	Tržby z prodeje materiálu	0	133	534	8221	13466	5286
III.3	Ostatní provozní výnosy	29518	26320	37847	45522	55897	72813
D.	<b>Ostatní provozní náklady</b>	65349	110504	71951	224706	91469	43053
D.1	ZC prodaného DM	1631	80955	60478	213518	72707	33785
D.2	Prodaný materiál	0	0	100	0	12497	0
D.3	Změna stavu rezerv a opravných položek	2080	24959	7051	138	0	300
D.4	Daně a poplatky	96	122	216	4934	171	522
D.5	Ostatní provozní náklady	61542	4468	4106	6116	6094	8446
*	<b>Provozní VH (EBIT)</b>	<b>-74352</b>	<b>-92381</b>	<b>-37579</b>	<b>43691</b>	<b>-5696</b>	<b>-12345</b>
IV.	<b>Výnosové úroky</b>	8	9	9	9	50	69
E.	<b>Nákladové úroky</b>	123	121	100	99	1464	5534
V.	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	1062	4779	921	6297	726	7210
F.	<b>Ostatní finanční náklady</b>	2862	5732	5382	8923	5313	24950
*	<b>Finanční VH</b>	<b>-1915</b>	<b>-1065</b>	<b>-4552</b>	<b>-2716</b>	<b>-6001</b>	<b>-23205</b>
*	<b>Mimořádný VH</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>49</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
**	<b>VH před zdaněním (EBT)</b>	<b>-76267</b>	<b>-93446</b>	<b>-42082</b>	<b>40990</b>	<b>-11697</b>	<b>-35550</b>
G.	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	0	0	0	5805	1574	238
**	<b>VH po zdanění (EAT)</b>	<b>-76267</b>	<b>-93446</b>	<b>-42082</b>	<b>35185</b>	<b>-13271</b>	<b>-35788</b>
*	<b>Čistý obrat</b>	300040	458227	622765	991400	1000790	1191579